Die Kapitalausstattung der deutschen Industrie in dem Jahrzehnt nach der Stabilisierung (1924–1933)

INAUGURAL-DISSERTATION

ZUR ERLANGUNG DER DOKTORWÜRDE

DER WIRTSCHAFTS-
UND SOZIALWISSENSCHAFTLICHEN FAKULTÄT
DER JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT
ZU FRANKFURT AM MAIN

vorgelegt von

Diplom-Kaufmann
Sigurd Wolfhart Pilf
aus Alsleben an der Saale

1936

Dissertationsdruckerei F. W. Kalbfleisch, Gelnhausen.

Referent: Professor Dr. F. Schmidt.

Korreferent: Professor Dr. W. Kalveram.

Tag der mündlichen Prüfung: 23. Juni 1936.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Meinen lieben Eltern
in Dankbarkeit gewidmet.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41547418_0036

INHALTS-VERZEICHNIS.

Seite

I. Vorwort 7

II. Die Begriffe Kapital und Kapitalausstattung. 8

III. Die Stellung des Kapitals in der Unternehmung 12

A. Das Eigenkapital 13
1. Die rechtliche Stellung des Eigenkapitals . . 13
a. Das Eigenkapital als Garantiefonds . . . 13
b. Das Prinzip der Konstanz des Grundkapitals . . 14
2. Die wirtschaftliche Stellung des Eigenkapitals . . 15
a. Die Unhaltbarkeit des Nominalprinzips . . 15
aa. Die Fiktion Mark = Mark 15
bb. Die wirtschaftlichen Folgen . . . 18
b. Die Notwendigkeit der Wertanpassung durch das Realwertprinzip 20
aa. Die Ermittlung der richtigen Kapitalgröße durch Erfolgsspaltung 20
bb. Die Bedeutung für die Unternehmerdisposition . 21

B. Das Fremdkapital 24
1. Die wirtschaftlichen Eigenschaften des Fremdkapitals . 24
a. Die Kostenbelastung 24
b. Die nominale Gebundenheit 26
c. Die Nichtbeachtung von Betriebsansprüchen . 26
2. Die Unterscheidung nach der Unternehmungsgebundenheit 27
3. Die Form der Bindung 28

IV. Die Kapitalverhältnisse der deutschen Industrieunternehmungen auf Grund veröffentlichter Bilanzen 31

A. Die Stellungnahme der betriebswirtschaftlichen Theorie zur Proportionierung des Kapitals 31
1. Das Wesen der Proportionierung nach le Coutre . 31
2. Das 1 : 1 Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital nach Gerstner 32
3. Betriebs- und Anlagevermögen als Bestimmungsgrößen für Eigen- und Fremdkapital 33
4. Die zulässige Grenze der Höhe des Fremdkapitals nach Seidel 33
5. Die Bestimmung der Kapital- und Vermögensgröße nach dem Prinzip der Wertgleichheit von F. Schmidt . 34

Seite

B. Das Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital in den Industriebilanzen 36
1. Die Untersuchungsgrundlagen 36
2. Die Entwicklung des Eigenkapitals . . . 38
a. Das Eigenkapital in den Goldmarkbilanzen und Vergleich mit der Vorkriegszeit 38
b. Die Eigenkapitalbewegung in den folgenden Jahren . 41
aa. Der Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital bis zum Jahre 1926 41
bb. Die Bewegung des Eigenkapitals von 1926 bis 1933 44
cc. Die Bestimmungsgründe der Eigenkapitalbewegung 46
3. Die Entwicklung des Fremdkapitals 56
a. Die Bewegung des Fremdkapitals 56
b. Der Anteil von kurz- und langfristigem Fremdkapital 58

V. Beziehungen des Bilanzkapitals zum Vermögensaufbau 68
A. Die Bewertung der Vermögenswerte 68
1. Die Anlagewerte 68
2. Die Umsatzwerte 70
B. Die Deckung der Realwerte durch Eigenkapital . . 70
1. Die Anlagedeckung 72
2. Die Sachwertdeckung 85
3. Die Wertgleichheit der Realwerte 87
C. Die Entwicklung des Verhältnisses der nominalen Aktiv- und Passivwerte 88
1. Die Wertgleichung 88
2. Die Liquidität 97

VI. Ergebnisse 99

Literaturverzeichnis 103

I. Vorwort.

Die vom statistischen Reichsamt nach Bilanzveröffentlichungen deutscher Aktiengesellschaften bearbeiteten und periodisch publizierten Zahlen gewähren einen guten Einblick in die Entwicklung der Vermögens- und Kapitalstruktur der deutschen Industrie. So weit festgestellt werden kann, ist das vom Reichsamt zur Verfügung gestellte Zahlenmaterial bisher noch nicht in zusammenfassender Weise ausgewertet worden. Die vorliegende Arbeit macht an Hand der genannten Daten unter Hinzuziehung weiterer statistischer Veröffentlichungen und unter vergleichsweiser Heranziehung und Bearbeitung von Einzelbilanzen den Versuch, die Entwicklung der Kapitalausstattung der deutschen Industrie darzustellen und unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten zu beleuchten.

Der Verfasser ist sich bewußt, daß damit das als Untersuchungsgrundlage zur Verfügung stehende Zahlenmaterial keineswegs nach allen Seiten hin ausgeschöpft wird; es handelt sich vielmehr nur darum, aus den vielfältigen Möglichkeiten der Auswertung eine herauszugreifen. Es ist aber innerhalb der gewählten Bearbeitung eine weitere Begrenzung insofern notwendig, als nicht alle die Unternehmung betreffenden Kapitalfragen berücksichtigt werden können. So werden Beziehungen wie Umsatz und Kapitalgröße oder Kapitalleitung und Rentabilität nicht behandelt. Ersteres war nicht möglich, weil die Umsatzziffern unbekannt sind, letzteres wurde unterlassen, weil die ausgewiesenen Rentabilitätsziffern, aus im Verlaufe der Arbeit noch näher zu belegenden Gründen, nur eine beschränkte Aussagekraft besitzen und vor ihrer Bearbeitung eine Berichtigung erfahren müßten. Das kann aber für Branchebilanzen kaum mit Aussicht auf Richtigkeit durchgeführt werden.

Es wird sich deshalb im folgenden darum handeln, die Ausstattung der industriellen Unternehmungen mit Eigenkapital und Fremdkapital in dem Zeitraum 1924 bis 1933 zu untersuchen und die Beziehungen des Unternehmungskapitals zu den Vermögenswerten im Rhythmus des Wirtschaftsablaufs aufzudecken.

II. Die Begriffe Kapital und Kapitalausstattung.

Der betriebswirtschaftliche Kapitalbegriff steht mit dem Begriffe der Unternehmung in enger Verbindung. So kann nach Schär die „Einzelwirtschaft zur Unternehmung werden, wenn die Erwerbsfunktionen von ihr derart getrennt, abgelöst und verselbständigt sind, daß der Wirtschafter mit eigenen und fremden Mitteln und Kräften Kapital und Arbeit in seiner Hand vereinigt und auf seine Rechnung und Gefahr an der Güterproduktion oder Zirkulation teilnimmt“[1]). Inwieweit das Risikomoment als ein wesentliches Merkmal der Unternehmung anzusehen ist, braucht in diesem Zusammenhange nicht untersucht zu werden. Leitner hält das Kapitalrisiko „für den Begriff der Unternehmung nicht für wesentlich, aber praktisch bedeutsam“[2])[3]). Eine unbestrittene Voraussetzung der wirtschaftlichen Tätigkeit, die sich in der Unternehmung vollzieht, ist aber die Verfügung über Kapial[4]). So nennt Schmidt die Unternehmung „die planmäßige Vereinigung von Kapital und Arbeit zum Zwecke der Bedürfnisbefriedigung“[5]).

Alle wirtschaftlichen Unternehmungen bedürfen also einer gewissen Mindestmenge von Kapital; bei ihrer Errichtung eines Gründungskapitals, im weiteren Verlauf ihres Bestehens eines Ergänzungs- und häufig eines Erweiterungskapitals und zwar: „Ergänzungskapital für die Beschaffung von Umsatzgütern, Erweiterungskapital für die Beschaffung von Anlagevermögen“[6]).

Bevor auf Einzelheiten hierüber eingegangen wird, ist zunächst der sehr umstrittene Begriff „Kapital“ einer kurzen Untersuchung zu unterziehen, um darzulegen, in welchem Sinne er im Zusammenhang mit den folgenden Untersuchungen aufgefaßt werden soll. Ein solches Vorgehen ist um so notwendiger, als gerade der Kapitalbegriff einen außerordentlich schwankenden Inhalt besitzt, wobei festzustellen ist, daß insbesondere die Begriffserklärungen der volkswirtschaftlichen Autoren sehr weit auseinandergehen, sodaß eine große Zahl von Definitionen in der

---

[1]) Schär, Allgemeine Handelsbetriebslehre, Leipzig 1921.
[2]) Leitner, Wirtschaftslehre der Unternehmung, Berlin und Leipzig 1926, S. 24.
[3]) vergl. hierzu auch Liefmann, Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, Jena 1931, S. 24.
[4]) Cassel, Theoretische Sozialökonomie, Leipzig 1927.
[5]) Schmidt, F., Die Unternehmung im Rahmen der Wirtschaft, in: Grundriß der Betriebswirtschaftslehre Bd. 2, 1926, S. 68.
[6]) Leitner, Finanzierung der Unternehmung, Leipzig 1927, S. 17.

Literatur anzutreffen ist, auf die im einzelnen im Rahmen der vorliegenden Arbeit nicht eingegangen werden kann[7]).

Abgesehen von den verschiedenen Anschauungen der volkswirtschaftlichen Lehrmeinungen ist festzustellen, daß die volkswirtschaftliche Theorie unter Kapital etwas anderes versteht, als der praktische Sprachgebrauch. „Die nationalökonomische Wissenschaft neigt dazu, den Kapitalbegriff auf Produktionsgüter, worunter vor allem die investierten Gegenstände gehören, abzustellen. Die Praxis neigt dazu, diese gerade auszuschließen und den Kapitalbegriff für diejenigen Gütermassen, die irgendwie mobilisiert oder liquide sind, zu reservieren"[8]).

Ein gewisser Unterschied in der Begriffsanwendung besteht weiterhin zwischen dem Gebrauch des Wortes Kapital in der Volkswirtschaftslehre und der bilanzkundlichen Anwendung in der Betriebswirtschaftslehre[9]). Soweit die volkswirtschaftliche Lehrmeinung den Kapitalbegriff auf konkrete, durch Produktion entstandene und der Produktion wiederum dienende Sachgütermengen bezieht[10]), läßt er sich für die betriebswirtschaftliche Terminologie nicht ohne weiteres benutzen. Besser zu gebrauchen ist dagegen die Begriffsanalyse derjenigen volkswirtschaftlichen Autoren, die das Wesen des Kapitals in einem „Fonds von Kaufkraft", also in einer abstrakten Wertsumme sehen[11]). Kapital im betriebswirtschaftlichen Sinne, also Unternehmungskapital, ist dann die „quantitativ meßbare, in Geld ausgedrückte Wertsumme des Unternehmervermögens als der gütermäßigen Grundlage des Unternehmungswirtschaftens, über das man kostende Verfügungsgewalt besitzt"[12]). Aehnlich, wenn auch mit anderer Blickrichtung, definiert Polak: „Das Kapital der Unternehmung ist die gesamte Verfügungsgewalt, die ihr verliehen ist und die sie je nach dem Zweck und den Bedürfnissen ihres Betriebes in Gütern anlegt oder anderen übertragen hat"[13]). Die Gütermasse ist also hiernach nicht selbst Kapital, sondern als Kapital ist nur die abstrakte Summe, welche diese wertmäßig zum Ausdruck bringt, zu verstehen. „Das Geld auf der Aktivseite der Bilanz ist also ebensowenig Kapital im abstrakten Sinne wie etwa die Grundstücke oder Maschinen, sondern man kann nur sagen, daß alle diese Gegenstände, sofern sie dem Erwerbe zu dienen bestimmt sind, Kapital in diesem Sinne repräsen-

---

7) vergl. hierzu: Muhs, Begriff und Funktion des Kapitals, Jena 1919.
8) Schmalenbach, Kapital, Kredit und Zins in betriebswirtschaftlicher Beleuchtung, Leipzig 1933, S. 7.
9) Osbahr, Die Bilanz vom Standpunkt der Unternehmung, Berlin und Leipzig 1923, S. 11.
10) vergl. Böhm-Bawerk, Kapital und Kapitalzins, II. Bd. Positive Theorie des Kapitals, Jena 1914.
11) Schumpeter, Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, München und Leipzig 1926, III. Kap., 2. Abschnitt.
12) Kalveram, Der Kapitalbegriff der Betriebswirtschaftslehre. Bankwissenschaft 9. Jahrg., Nr. 20, S. 613.
13) Polak, Grundzüge der Finanzierung mit Rücksicht auf die Kreditdauer, Berlin—Wien 1926, S. 70.

tieren“[14]). Diese Auffassung deckt sich auch mit der Definition von Prion: „Kapital . . . ist die abstrakte Erfassung des Erwerbsvermögens in einer Geldsumme“[15]).

Es muß jedoch darauf hingewiesen werden, daß auch in der betriebswirtschaftlichen Literatur keine Einhelligkeit über den Kapitalbegriff herrscht. So bezieht beispielsweise Geldmacher die Güter der Unternehmung ausdrücklich als zum Kapital gehörig in seinen Kapitalbegriff ein. Nach ihm ist Kapital der betriebliche Güterverband, der bilanzmäßig als „Aktiva“ bezeichnet wird. „Ich rechne also z. B. den Grund und Boden irgendeiner Fabrik auch zum Kapital und ebenso die Waren und Fertigprodukte, weil diese Güter hier in einem geschlossenen, wirtschaftlichen Lebenskreislauf stehen“[16]).

Eine „Emanzipation des abstrakten Geldwertes von dem ihm zu Grunde liegenden Stoffe“ wird in der dargestellten Kapitalauffassung von Geldmacher also nicht vollzogen, sondern von ihm wird als Kapital bezeichnet, was in der Betriebswirtschaftslehre in der Regel unter dem Begriff des Vermögens, genauer des Betriebsvermögens, zusammengefaßt wird. Ueber diesen Begriff ist im übrigen eine weitgehende Uebereinstimmung der Anschauungen festzustellen und es mag hier zunächst genügen, die Definition von Kalveram wiederzugeben. Er versteht unter Vermögen „die in Geldwerten ausdrückbaren Güter und Güterkomplexe, die insgesamt dem Betriebe bei der Produktion zur Verfügung stehen“[17]).

Wenn Nicklisch bei der Betrachtung des Verhältnisses von Kapital und Vermögen feststellt, daß es sich um „zwei Ausdrücke für dieselbe Sache“[18]) handelt, so trifft dies im Hinblick auf die Bilanzgleichung zu. Trotzdem verwendet auch Nicklisch die beiden Ausdrücke nicht synonym, sondern er versteht unter Vermögen die Mittel der Unternehmung in ihrer konkreten Zusammensetzung als Greifbares und immer Wechselndes, während er als Kapital die Summe ihres Wertes, welche Güter ihn auch verkörpern mögen, bezeichnet[19]). In diesem enggefaßten bilanzkundlichen Sinne, der sich übrigens auch mit dem Sprachgebrauch der Praxis deckt, sollen die beiden Begriffe in den folgenden Ausführungen angewendet werden.

Wie sich aus der Themastellung ergibt, will sich die Arbeit vorwiegend mit den Kapitalverhältnissen der Industrieunternehmungen befassen. Das schließt aber nicht aus, daß auch die Zusammensetzung des Vermögens, seine Größe und Eigenschaften mit berücksichtigt werden. Im Gegenteil, es ist eine betriebswirtschaftliche Arbeit über Kapital, die

---

[14]) Hoffmann, Wirtschaftslehre der kaufmännischen Unternehmung, Leipzig 1932, S. 46.
[15]) Prion, Zur Lehre vom Kredit. Z. f. B. 1924 S. 45.
[16]) Geldmacher, Kapitalbewegung und Kapitalerhaltung, in: Kapital und Kapitalismus, 2. Bd., Herausgeber B. Harms, Berlin 1931, S. 350. Kalveram, a. a. O., S. 612.
[17]) Kalveram, a. a. O., S. 612.
[18]) Nicklisch, Wirtschaftliche Betriebslehre, Stuttgart 1922, S. 64.
[19]) Nicklisch, a. a. O., S. 68.

an der Untersuchung des Vermögens vorbeigeht, nicht denkbar, weil Vermögen und Kapital so untrennbar miteinander verbunden sind, daß eine isolierende Betrachtung von vornherein zum Scheitern verurteilt wäre. Die Themastellung kann also nur so aufgefaßt werden, daß das Unternehmungskapital im Vordergrund der Betrachtung steht, wobei man sich aber immer bewußt bleiben muß, daß es das Vermögen ist, das den eigentlichen Betriebszweck vollbringt. Aber der Unternehmer hat darauf zu achten, daß nur soviel und nicht mehr Kapital dem Wirtschaftsprozesse zugeführt wird als nötig ist, um die damit beschafften Vermögensteile voll für die wirtschaftlichen Zwecke ausnutzen zu können. Ob das immer gelingt, ist eine andere Frage, und die Kapitalfehlleitungen der letzten Jahre beweisen, daß dies recht häufig nicht der Fall ist[20]). Grundsätzlich darf der Unternehmung kein Kapital zugeführt werden, wenn angenommen werden muß, daß die damit beschafften Vermögensteile nicht mindestens einen normalen Ertrag auf die Marktwerte erbringen[21]). Damit ist gleichzeitig eine Richtschnur für das Handeln der Unternehmer gegeben.

Es soll aber im Folgenden nicht untersucht werden, inwieweit die Unternehmungsführer in den letzten Jahren den obigen Grundsatz verwirklicht haben oder nicht; für ersteres fehlen aus noch darzustellenden Gründen[22]) exakte Untersuchungsunterlagen, für letzteres sind bereits eingehende Darstellungen vorhanden[23]). Dagegen können Ergebnisse aus der Untersuchung der industriellen Unternehmungsbilanzen in Bezug auf die Gliederung des Kapitals insgesamt und in den verschiedenen Branchen erwartet werden. Es handelt sich also um die Darstellung des finanziellen Aufbaues von Industrieunternehmungen, der zunächst durch zwei Größenrelationen bestimmt wird:

1. Durch das Verhältnis des Eigenkapitals zum Fremdkapital, und
2. um die Relation zwischen langfristig und kurzfristig verfügbaren Mitteln[24]).

Dies allein genügt aber, wie die vorangegangenen Ausführungen erkennen ließen, noch nicht, vielmehr muß auch die Verwendung des verfügbaren Kapitals durch Beobachtung der Aktivseite der Bilanz Objekt der Untersuchung sein. Es ist also festzustellen, nach welchen Grundsätzen die Unternehmungen ihr Kapital beschafft und wie sie es verwendet haben. Obwohl die Werte die Unternehmung im kontinuierlichen Fluß durchströmen, wird mindestens einmal im Jahre ein Augenblicksbild der jeweiligen Lage in der Bilanz festgehalten. Aus ihr sind dann die

---

[20]) Schmidt, H. F. Werner, Die Kapitalfehlleitung in der Unternehmung, Bühl 1935.

[21]) Schmidt, F., Die Faktoren des industriellen Kapitalbedarfs, in: Kapital und Kapitalismus, a. a. O., S. 116.

[22]) vergl. S. 20 ff. dieser Arbeit.

[23]) Es sei auf die Untersuchung von H. F. Werner Schmidt, a. a. O., und die in dieser Arbeit angegebene Literatur hingewiesen.

[24]) Schiff, Kapitalbildung und Kapitalaufzehrung im Konjunkturverlauf, Wien 1933, S. 141.

verschiedenen Relationen zu erkennen. Dieses dann zu Tage tretende, wenn auch von Bilanz zu Bilanz wechselnde, Verhältnis der Kapitalteile zu einander und ihre Beziehungen zum Vermögen sind es, die hier mit Kapitalausstattung der Unternehmung bezeichnet werden sollen. Die Unternehmung hat hinsichtlich der Verwertung des Kapitals durch industrielle Tätigkeit nach Herzog zwei Aufgaben zu erfüllen: „Das Kapital zu erhalten und zu vermehren"[25]). Ob und mit welchen Mitteln dies den Industrieunternehmungen im letzten Jahrzehnt gelungen ist, läßt unter der Voraussetzung noch zu besprechender richtiger Rechnungsweise die Kapitalausstattung erkennen.

III. Die Stellung des Kapitals in der Unternehmung.

Die industrielle Unternehmung, die auf dem Beschaffungsmarkte Kostenwerte entnimmt, um sie — in Ausnutzung des auf den verschiedenen Märkten herrschenden Wertauftriebs[1]) nach einer Formveränderung als marktreifes Produkt an den Absatzmarkt abzugeben, benötigt zur Vollbringung ihrer wirtschaftlichen Tätigkeit des Kapitals. Um den Betrieb nach rationellen Gesichtspunkten führen zu können, ist eine gewisse Mindestkapitalgröße erforderlich, die der Unternehmer beschaffen und bereitstellen muß[2]); und zwar steht der Wirkungsgrad einer industriellen Unternehmung in direkter Abhängigkeit von ihrem Kapital[3]). Sowohl ein Zuviel als auch ein Zuwenig an Kapital muß eine Abweichung vom optimalen Wirkungsgrad zur Folge haben. Man spricht in solchen Fällen von Ueber- bzw. Unterkapitalisierung.

Vom wirtschaftlichen Standpunkte aus gesehen mag es gleichgültig erscheinen, wer der Unternehmung das Kapital zur Verfügung gestellt hat, d. h. ob die Unternehmung mit Eigen- oder Fremdkapital arbeitet. So äußert sich Kalveram bei der Besprechung von Finanzierungsproblemen: „Die Unterscheidung in Eigen- und Fremdkapital, das Beteiligungsverhältnis am Unternehmen hat, von der Unternehmung aus gesehen, nur rechtliche Bedeutung. Im wirtschaftlichen Sinne ist das

---

[25]) Herzog, Industrielle Finanzierungen, Stuttgart 1923, S. 3.

[1]) Schmidt, F., Die Industriekonjunktur — ein Rechenfehler!, Berlin—Wien 1927, S. 9.

[2]) vergl. Le Coutre, Praxis der Bilanzkritik, Bd. 2, Berlin—Wien 1926, S. 146.

[3]) Herzog, a. a. O., S. 1.

gesamte zuströmende Kapital Fremdkapital"[4]). Es wird Aufgabe der folgenden Untersuchung sein, nachzuweisen, daß dem Eigenkapital nicht nur in rechtlicher, sondern auch in wirtschaftlicher Beziehung Eigenschaften zuzusprechen sind, die es vom Fremdkapital grundsätzlich unterscheiden. Dabei wird hier nur die Unternehmungsform der Aktiengesellschaft behandelt, weil für die praktischen Untersuchungen ausschließlich Bilanzen von Aktiengesellschaften zur Verfügung stehen.

A. Das Eigenkapital.

Die Abgrenzung des Eigenkapitals vom Fremdkapital wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur nach verschiedenen Gesichtspunkten vorgenommen. Eine grundlegende und natürliche Gliederung ist die Unterscheidung nach dem Eigentum an den wirtschaftlichen Gütern der Unternehmung. Dabei ist darauf hinzuweisen, daß es ausschließlich auf das „Eigentum nach Wert"[5]) ankommt, nicht auf das Eigentum an den einzelnen Vermögensobjekten. „Sonst würde man eine Vermögensgliederung, nicht eine Kapitalgliederung herbeiführen"[6]).

Eine andere mehr nach rückwärts schauende Betrachtungsweise sieht eine Unterscheidung von Eigen- und Fremdkapital nach den Quellen des Kapitals vor: „Die rechte Bilanzseite gliedert . . . das Unternehmungsvermögen nach rechtlichen Gesichtspunkten, nach den Beteiligungsverhältnissen, nach den Quellen"[7]). Nach Großmann liegt das Unterscheidende vom Standpunkt der Unternehmung darin, „daß das eigene Kapital die Bemessungsgrundlage für den Ertrag der Unternehmung bildet (nicht das fremde), daß es dem fremden Kapital verhaftet ist, d. h. die mit eigenem Kapital angeschafften Vermögensobjekte sind Pfandobjekte des fremden . . ."[8]). Diese letzte Beziehung soll uns zunächst beschäftigen.

1. *Die rechtliche Stellung des Eigenkapitals.*

a. Das Eigenkapital als Garantiefonds.

Dem Kredit suchenden Unternehmer wird in der Regel nur dann Leihkapital zur Verfügung stehen, wenn er bereits einen Eigenbesitz aufzuweisen hat. So stellt Herzog als Grundsatz für die Kapital-

---

[4]) Kalveram, Finanzierung der Unternehmung, Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis 1924, Heft 4, S. 105.
[5]) Nicklisch, Das Eigentum am Wert, Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis 1922/23, S. 170 ff.
[6]) Sandig, Das Problem des Fremdkapitals, Stuttgart 1930, S. 42.
[7]) Kalveram, Buchhaltung, in: Die Handelshochschule, Bd. 1, Kap. II Berlin—Wien 1927, S. 264.
[8]) Großmann, Die Kampfstellung des eigenen und fremden Kapitals in der Unternehmung, in: Zur Entwicklung der Betriebswirtschaftslehre, Berlin—Wien—Leipzig 1925, S. 97.

beteiligung an einer Unternehmung auf, daß zuvor „eine sachgemäße unbeeinflußte Schätzung der sachlichen Besitzwerte erforderlich ist“[9]).

Je größer das Eigenkapital der Unternehmung im Verhältnis zum Fremdkapital ist, mit einem um so geringeren Risiko erscheint das Fremdkapital belastet. Das ergibt sich aus der Tatsache, daß jeder Verlust aus der Unternehmungstätigkeit zuerst das Eigenkapital trifft, und erst wenn dieses aufgezehrt ist, kommt das Fremdkapital in Gefahr. Eine Vorzugsstellung genießen die Gläubiger auch im Falle einer Liquidation. Unter die Aktionäre wird nur das nach der Berichtigung der Schulden verbleibende Vermögen verteilt. (§ 300 HGB.). Der Gesetzgeber faßt das Eigenkapital gewissermaßen als einen Garantiefonds für die Gläubiger auf, und es sind für die Aktiengesellschaft einschneidende gesetzliche Vorschriften erlassen worden, die verhindern sollen, daß eine Verminderung dieses Fonds zu Ungunsten der fremden Kapitalgeber durch außerordentliche Zuwendungen an die Anteilseigner eintreten kann.

b. Das Prinzip der Konstanz des Grundkapitals.

Die gesetzlichen Bestimmungen, die dem Schutze der Gläubiger dienen, glauben das gesetzte Ziel am besten zu erreichen, wenn sie die Unveränderlichkeit des Grundkapitals in seiner bilanzmäßig auszuweisenden Höhe zum Prinzip erheben. Der Gesetzgeber geht dabei von der Voraussetzung aus, daß die fremden Geldgeber die jeweilige Höhe des Aktienkapitals als Maßstab ihrer Ausleihungen und deren Sicherheit nehmen. Diese Vorstellung mag im Zeitpunkt der Gründung gerechtfertigt sein, weil in diesem Augenblick das Grundkapital tatsächlich den Wert des Vermögens angibt, das durch eigene Mittel an die Unternehmung gebunden ist. Sobald aber die Unternehmung bei Beginn ihrer Tätigkeit sich in den Kreislauf der Wirtschaft einschaltet, ergeben sich als Folge innerbetrieblicher und marktmäßiger Einflüsse Veränderungen, denen die Tendenz innewohnt, die Höhe des Kapitals dauernd zu ändern. Angenommen eine Unternehmung arbeite zunächst nur mit eigenem Kapital, dann wächst jeweils der Gewinn aus Umsatztätigkeit dem Eigenkapital zu, jeder Verlust wirkt im Sinne seiner Verminderung. Ebenso werden Aenderungen des Preisniveaus, die sich über den Weg der Bewertung der Aktivseite der Bilanz bemerkbar machen, eine entsprechende Bewegung des Eigenkapitals, als angenommenen einzigen Posten der Passivseite, hervorrufen. Das Gleiche ist aber auch der Fall, wenn auf der Passivseite fremde Mittel ausgewiesen werden. Diese sind nominal gebunden und in ihrer Höhe durch bloße Wertbewegungen nicht beeinflußbar, als einzige elastische Größe ist auch hier wieder das Eigenkapital anzusehen. Diese wirtschaftliche Tatsache läßt sich durch die gesetzliche Bestimmung, daß das Grundkapital als unveränderliche Größe ausgewiesen werden muß, nicht aus der Welt schaffen. Gewisse Konzessionen mußten auch vom Gesetzgeber durch

---

[9]) Herzog, a. a. O., S. 49.

die Einführung der Reserven einerseits und durch die Zulassung eines Ausweises einer „Unterbilanz" andererseits gemacht werden. Damit erfährt aber das Prinzip der Konstanz des Grundkapitals bereits eine Durchbrechung. Im Falle des Ausweises einer Unterbilanz tritt ein gewisser Gläubigerschutz insofern ein, als, solange der bilanzmäßige Verlust zum Ausweis kommt, eine Gewinnverteilung an die Aktionäre nicht durchgeführt werden darf. Gläubigerschutzbestimmungen sind auch dann vorgesehen, wenn es sich aus wirtschaftlichen Gründen notwendig erweist, eine Anpassung des Eigenkapitals an die tatsächliche Wirtschaftslage durch eine gesetzlich zugelassene Kapitalherabsetzung vorzunehmen. Auch hier zeigt es sich, daß die strengen Bestimmungen des § 289 HGB. in Zeiten stärkerer Geldwertsteigerungen für die Aktiengesellschaft zwangsläufig eine Ungenauigkeit der Bilanzierungsweise mit sich bringt. Der Erlaß der Vorschrift über die „Kapitalherabsetzung in erleichterter Form" vom 6. Oktober 1931 (RGBl. S. 556) war ein Schritt auf dem Wege der Lockerung des Prinzips der Konstanz des Grundkapitals.

So berechtigt es erscheint, die fremden Kapitalgeber vor Verlusten zu schützen, so darf doch nicht so weit gegangen werden, daß die für diesen Zweck erlassenen Bestimmungen eine Beeinträchtigung für die Unternehmung bedeuten. Weiterhin dürfen die Schutzbestimmungen nicht bewirken, daß das fremde Kapital ungebührlich bevorzugt wird, das eigene Kapital aber eine starke Benachteiligung erfährt. Das ist aber die Folge der Vorschriften über die Konstanz des Grundkapitals.

2. *Die wirtschaftliche Stellung des Eigenkapitals.*

a. Die Unhaltbarkeit des Nominalprinzips.

aa. Die Fiktion Mark=Mark.

Das Gesetz, das die Konstanthaltung des nominalen Aktienkapitals zum Prinzip erhebt, geht von der Voraussetzung aus, daß der Wert des Geldes dauernd gleich bleibt. Das ist aber, wie Praxis und Statistik lehren, keineswegs der Fall. Der Unternehmer muß immer mit Preisschwankungen seiner Umsatzträger und seines Anlagevermögens rechnen und er tut dies auch. Ob er freilich die Preisschwankungen rechnerisch und sachlich richtig behandelt, ist ein Problem, das noch zu untersuchen ist. Sicher ist, daß die vom Gesetzgeber vorgeschriebene Nominalrechnung nicht unwesentlich dazu beigetragen hat, das Rechnungswesen ungünstig zu beeinflussen. Nehmen wir beispielsweise an, eine Unternehmung hatte bei der Gründung ein aus Anlagen und Waren bestehendes Realvermögen von RM. 100 000.—. Diesem Vermögen stand ein Aktienkapital von RM. 50 000.— und Fremdkapital vom gleichen Betrage gegenüber. Am Ende der Periode ist eine Preissenkung von durchschnittlich 20% auf das Realvermögen eingetreten. Der Gewinn aus Umsatz betrug RM. 10 000.—, der sich in der Kasse niedergeschlagen hat; die Bestände seien am Ende der Periode die gleichen wie bei der Eröffnung. Aus dieser Sachlage ergibt sich bei der üblichen und vom Gesetz ge-

forderten Rechnungsweise (ohne Berücksichtigung der Abschreibung) folgendes Bilanzbild:

Realwerte	80 000	Aktienkapital	50 000
Kasse	10 000	Fremdkapital	50 000
Unterbilanz	10 000		

Die Bilanz erweckt im ersten Augenblick den Anschein, als ob das Grundkapital unverändert geblieben sei. Das ist auch nach herrschender Anschauung nicht der Fall. Es ist zuerst vom Aktienkapital die Unterbilanz abzusetzen, sodaß sich ein Eigenkapital von 40 000 RM. ergäbe. Das bedeutet aber nichts anderes, als daß eine solche Unternehmung, die in Wirklichkeit mit RM. 10 000.— Gewinn gearbeitet hat, einen Kapitalverlust von RM. 10 000.— ausweist, dies trotz des Gewinnes und trotz der Tatsache, daß der reale Vermögensbestand der gleiche geblieben ist.

Hieraus ergibt sich schon, daß der üblichen Rechnungsmethode etwas Unlogisches anhaftet. Richtig wäre es dagegen, zu sagen, daß die Wertminderung als etwas außerhalb der Wirtschaftstätigkeit der Unternehmung liegendes — weil aus Geldwertschwankungen resultierend — den Wirtschaftserfolg als solchen zunächst nicht beeinflussen kann. Solche Wertänderungen betreffen in erster Linie das Eigenkapital, das als Träger des Gesamtrisikos auch Träger aller Wertabnahmen und Wertzunahmen sein muß[10]). Die Tatsache, daß sich in unserem Falle das Eigenkapital vermindert hat, ist ohne Bedeutung, solange die Unternehmung in ihrem realen Bestande erhalten geblieben ist. Nicht die geldwerte Höhe des Eigenkapitals ist also ausschlaggebend, sondern die relative Werterhaltung der Unternehmung[11]) innerhalb der Gesamtwirtschaft.

Bei der nominalen Rechnung, wie sie im vorstehenden Beispiele zur Darstellung gebracht wurde, wird von der Fiktion ausgegangen, daß Mark in ihrem Werte gleich Mark sei. Die Bilanztheorien, die auf der nominalen Rechnung aufbauen, müssen sich aber in dem Augenblick als falsch erweisen, „wenn das Fundament, die Fiktion beseitigt wird"[12]).

Welche unerwünschten praktischen Folgen nominales Denken in Zeiten starker Geldwertschwankungen haben kann, dafür läßt sich eine Fülle von Beispielen aus der Zeit der Inflation erbringen. Als die Aktiengesellschaften in dieser Zeit, gemessen an dem nominalen noch aus der Vorkriegszeit stammenden Aktienkapital, in entwerteter Mark relativ hohe Dividenden ausschütteten, war die Entrüstung hierüber in der Oeffentlichkeit groß. In manchen Fällen hat man sogar die Wuchergerichte mit dieser Frage beschäftigt[13]). In Wirklichkeit betrugen die Gewinne, auf das tatsächliche Kapital umgerechnet, nur Bruchteile der

---

[10]) Schmidt, F., Die organische Tageswertbilanz, Leipzig 1929, S. 93.
[11]) vgl. Schmidt, F., Die organische Tageswertbilanz, a. a. O., S. 132 ff.
[12]) Berning, Die Herabsetzung des Grundkapitals der Aktiengesellschaften, Bühl 1934, S. 14.
[13]) Prion, Die Finanzierung und Bilanz wirtschaftlicher Betriebe unter dem Einfluß der Geldentwertung, Berlin 1921 S. 59.

Vorkriegsdividende. Dies hat Heizmann nachgewiesen, indem er einen Vergleich der Durchschnittsdividenden von 328 an der Berliner Börse notierten Aktien für die Zeit von 1918—1922 ohne und mit Berücksichtigung der Geldentwertung miteinander verglich. Darnach ergibt sich folgendes Bild[14]):

Papiermarkdividenden:
(Durchschnittsdividenden ohne Berücksichtigung der Geldentwertung)

1918	1919	1920	1921	1922	
13,3	14,9	18,0	24,0	118,9	%

Dividenden auf Goldmarkbasis:
(Durchschnittsdividenden mit Berücksichtigung der Geldentwertung)

1918	1919	1920	1921	1922	
5,2	3,0	1,8	1,4	0,13	%

Hier zeigt sich, wie die erzwungene Konstanz des Aktienkapitals in Verbindung mit nominalem Denken große Verwirrung anrichten kann.

Vom Standpunkte der Unternehmung aus gesehen kommt aber noch hinzu, daß die ausgeschütteten Gewinne in Wirklichkeit keine echten Gewinne gewesen sein dürften, sondern daß der errechnete Erfolg wiederum eine Folge nominalen Denkens war, das Wertsteigerungen unter der Fiktion Mark=Mark als Gewinne in Erscheinung treten ließ. Dies wurde von Prion bereits im Jahre 1921, wenn auch noch nicht in voller Klarheit, ausgesprochen: „In vielen Fällen — man kann wohl sagen: in der Regel — ist . . . . überhaupt kein wirklicher Gewinn erzielt worden, d. h. ein Zuwachs am Vermögen, ein Zuwachs daran, was die Unternehmung vermag. Denn das, was die Unternehmung vermag, ist Vermögen; was sie aber mit dem Mehr an Papiermark (in den Einnahmen oder Ueberschüssen) vermag, ist in den Zeiten der Geldwertverschlechterung gewöhnlich weniger als vorher. Die wirtschaftliche Kraft der Betriebe hat nachgelassen: In Wirklichkeit ist ein Verlust für den Betrieb eingetreten und zwar ein Verlust am Kapital, in der Kapitalausstattung — eben ein Weniger an Anlagen, an Rohstoffen, an Waren, an Leistungen“[15]).

Die Erfahrungen der Inflationszeit haben dazu geführt, dem Nominalprinzip zu mißtrauen. Nun sind aber, wie bereits gesagt, Geldwertschwankungen in jeder Volkswirtschaft dauernd zu verzeichnen, obgleich sie natürlich meist nicht ein solches Ausmaß annehmen, wie in Zeiten der Inflation. Es handelt sich bei diesen Schwankungen also nur um graduelle Unterschiede, deren Stärke für eine Theorie nicht ausschlaggebend sein kann. In der Erkenntnis dieser Tatsache hat man daher in der Bilanztheorie dem Nominalwertprinzip das Realwertprinzip gegenübergestellt.

---

[14]) Heizmann, W., Der Einfluß der Geldentwertung auf die Kurse der deutschen Industrieaktien, Freiburger Dissertation 1924, S. 84 u. 87.

[15]) Prion, Die Finanzierung und Bilanz wirtschaftlicher Betriebe unter dem Einfluß der Geldentwertung, a. a. O., S. 61.

Die Notwendigkeit der Beachtung von Geldwertänderungen ist bis auf wenige Ausnahmen unbestritten. So sagt Schmalenbach in der „Dynamischen Bilanz": „Die Wiedereinführung der Goldwährung befreit uns demnach, wie wir sehen, von der Notwendigkeit der Geldwertkorrekturen, falls es um einigermaßen exakte Rechnungen geht, keineswegs — dieses erst recht nicht für eine Zeit, in der man mit weit stärkeren Geldwertschwankungen rechnen muß als früher"[16]). Auch Prion weist im Zusammenhang mit der Umsatzrechnung der Unternehmung darauf hin, daß es gilt, „die Veränderlichkeit oder Stabilität des Geldwertes mit in Rechnung zu stellen, wenn man nicht falsch rechnen will"[17]).

Diesen Gegebenheiten trägt in umfassender Weise die organische Tageswertbilanz, wie sie von F. Schmidt entwickelt worden ist, Rechnung.

bb. Die wirtschaftlichen Folgen.

Bevor der Standpunkt der organischen Bilanzlehre dargestellt wird, soll noch kurz auf die wirtschaftlichen Folgen des nominalen Rechnens eingegangen werden. Das angeführte praktische Beispiel zeigt, daß die Unternehmungen in ihrer Gewinnrechnung, sofern im Laufe der Geschäftsperiode auch nur kleine Geldwertänderungen zu verzeichnen sind, falsch rechnen. Diese Behauptung wird ohne weiteres gerechtfertigt, wenn man bedenkt, daß der Erfolg zusammengesetzt ist aus echten Umsatzgewinnen und Vermögenswertänderungen. Das Endergebnis läßt dann nicht erkennen, welche Kräfte in der Hauptsache wirksam gewesen sind, sodaß die Dispositionsmöglichkeit eingeengt, wenn nicht gar die Betriebsführung irregeleitet wird. In unserem Beispiele würde die Erfolgsrechnung einen Verlust von RM. 10 000.— ausweisen, ohne daß dieser Verlust näher spezifiziert werden kann, weil sich Gewinn aus Umsatz und Wertminderung des Warenlagers auf dem Warenkonto vermischen. Die Tatsache, daß im Rechnungswesen der Unternehmung ein Verlust von RM. 10 000.— errechnet wird, führt zu dem Schluß, daß eine Rentabilität des eingesetzten Kapitals nicht mehr gewährleistet ist. Wenn der Unternehmer die Konsequenz aus dieser Fehlrechnung zieht, muß dies zu wirtschaftlich falschen Dispositionen führen, denn in Wahrheit hat die Unternehmung durchaus rentabel gearbeitet.

Die Folgen der falschen Rechnungsweise bleiben aber durchaus nicht auf die Unternehmung beschränkt, sondern sie sind — weil die Mehrzahl der Unternehmungen das Nominalprinzip anwendet — Ursache einer weitgehenden ungünstigen Beeinflussung des gesamten Wirtschaftsablaufs. Hier sind auch die Quellen für die starke Ueberspitzung der konjunkturellen Phasen zu suchen[18]).

---

[16]) Schmalenbach, E., Dynamische Bilanz, Leipzig 1926, S. 218.
[17]) Prion, Finanzieller Aufbau der Unternehmungen und Preisgestaltung, R K W Veröffentlichung 80, Leipzig 1932, S. 179.
[18]) vergl. hierzu: Schmidt, F., Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre, Spaeth u. Linde, Berlin—Wien, 1933.

Vorerst aber interessiert hier nur das Problem, wie sich die nominale Rechnung auf das Kapital auswirkt. Eine einfache Ueberlegung führt zu dem Ergebnis, daß Eigenkapital und Fremdkapital eine ganz verschiedene Behandlung erfahren. Eine Geldwertsteigerung bewirkt ein Sinken des Wertes der realen Bestände der Aktivseite der Bilanz. Dies wirkt sich auf das Eigenkapital der Unternehmung so aus, daß dieses eine Verminderung erfährt. Wegen der vorgeschriebenen nominalen Unveränderlichkeit des Grundkapitals werden entweder die Reserven angegriffen oder, wenn solche nicht vorhanden sind, ist auf der Aktivseite eine Unterbilanz auszuweisen, die dann einen Korrekturposten zum Nominalkapital darstellt. Unter der bereits gemachten Voraussetzung, daß die Unterbilanz auf Geldwertsteigerungen zurückzuführen ist, ergibt sich folgende Sachlage: Solange die Unterbilanz besteht, dürfen etwaige Betriebsgewinne, auch wenn es sich um echte Umsatzgewinne handelt, nicht zur Ausschüttung kommen; d. h. die Anteilseigner müssen auf eine Verzinsung ihres Kapitals verzichten. Das vermehrte, aus Gewinn entstandene Eigenkapital bleibt in der Unternehmung gebunden und bewirkt eine zusätzliche Sicherung der fremden Kapitalteile, die an sich nicht gerechtfertigt erscheint, wenn man bedenkt, daß die substanziellen Vermögensteile, die dem Gläubiger als Deckung ihres Kredites dienen, nach wie vor in der Unternehmung in ihrer mengenmäßigen Größe vorhanden sind.

Bei Geldwertsteigerungen treten zwischen Eigen- und Fremdkapital bei nominaler Rechnungsweise die folgenden wirtschaftlichen Verschiebungen ein: Das Eigenkapital ist der einzige Träger der Wertminderung der Vermögensteile. Wenn die Geldwertsteigerung so groß ist, daß eine Unterbilanz ausgewiesen werden muß, dann muß das Eigenkapital außerdem auf jegliche Verzinsung verzichten. Demgegenüber ist das Fremdkapital infolge nominaler wertmäßiger Gebundenheit in seiner gleichmäßigen Höhe unveränderlich, tatsächlich wächst den Gläubigern aber ein Mehr an Kaufkraft insofern zu, als sie jetzt mit der Geldsumme, die sie seiner Zeit hergegeben haben und die ihnen jetzt nominal in der gleichen Höhe zusteht, eine größere Gütermenge beschaffen können. Darüber hinaus ist die Unternehmung vom Gesetzgeber angehalten, den durch äußere Markteinflüsse gewachsenen Fremdkapitalanteil durch eine mengenmäßig größere Zahl an Vermögensobjekten, die durch das Fremdkapital bilanzmäßig gebunden wird, sicherzustellen.

Anders und gerade umgekehrt liegen die Verhältnisse beim Eintreten einer Minderung des Geldwertes. Das steigende Preisniveau wirkt sich jetzt in einem Zuwachs an Eigenkapital bzw. in einer höheren Gewinnausschüttung auf das Grundkapital aus. Das Fremdkapital erfährt eine Kaufkraftminderung und ebenso gehen die materiellen Sicherheiten, weil ihm nur noch eine kleinere aber höher bewertete Gütermenge gegenübersteht, zurück.

Diese auf nominale Rechnungsweise zurückzuführende ungleiche Behandlung der in der Unternehmung arbeitenden Kapitalteile, die von der Gesetzgebung noch begünstigt und zum Teil verschärft wird, kann

aber vom betriebswirtschaftlichen Standpunkte aus nicht befriedigen. Hinzu kommt noch, daß die vertraglich vereinbarte und meist auf längere Zeit unveränderliche Zinshöhe für das Fremdkapital, auf die Marktverhältnisse und diejenigen der Unternehmung keine Rücksicht nimmt, sodaß dadurch eine weitere Störungsquelle eines harmonischen Wirtschaftsablaufes in der Unternehmung vorhanden ist.

b. Die Notwendigkeit der Wertanpassung durch das Realwertprinzip.

„Nur wenn der richtige Gewinn ermittelt wird, dessen Ausschüttung das Vermögen unangetastet läßt, ist überhaupt ein fester Maßstab für die Kapitaldisposition gegeben"[19]). Ob die Unternehmung zu der günstigsten Kapitalausstattung gelangt, ist also in erster Linie von der richtigen Gewinnrechnung abhängig. Mit der Erfolgsgestaltung steht wiederum die Größe des Eigenkapitals in enger Verbindung und darüber hinaus ist sie ein Wegweiser dafür, ob der Unternehmung der Kapitalmarkt offen steht oder nicht. Sollen Fehldispositionen in der Finanzierung — gleichgültig ob Eigen- oder Fremdfinanzierung — vermieden werden, dann ist eine einwandfreie Vermögens- und Erfolgsrechnung die erste Voraussetzung.

aa. Die Ermittlung der richtigen Kapitalgröße durch Erfolgsspaltung.

Es kann nicht die Aufgabe der vorliegenden Untersuchung sein, die gesamte Theorie organischer Rechnungsweise zur Darstellung zu bringen. Die Frage, die es hier vordringlich zu lösen gilt, lautet: Wie kann die Unternehmung eine gute Kapitalrechnung treiben und damit richtige Kapitalausstattung erreichen. Die betriebswirtschaftliche Bedeutung, die der Eigenkapitalgröße zukommt, liegt darin, daß sie das „Barometer des Geschäftserfolges, an dem sich auch die kleinsten Veränderungen nach oben oder unten zeigen"[20]), ist. Diese Aufgabe kann das Eigenkapital aber nur unter ganz besonderen Umständen erfüllen. Das richtig erkannte betriebswirtschaftliche Bedürfnis jeder Unternehmung verlangt, „daß unantastbar klargestellt werde, wie die Befolgung des eigentlichen Unternehmungszweckes auf das Kapital gewirkt hat. Es verlangt, daß die e i n e große Hauptursache der Kapitalveränderung, das Umsatzergebnis oder das Leistungsergebnis, allgemein gesprochen, das reine Betriebsergebnis von allen anderen Ursachen der Kapitalveränderungen klar unterschieden, aus allen anderen Ursachen mit der denkbar größten Klarheit herausgehoben werden"[21]).

Möglich wird dies mit Hilfe der Tageswertrechnung, wie sie von F. Schmidt entwickelt worden ist. In ihr werden alle Vermögensgegenstände zum jeweiligen Tageswert in die Bilanz eingesetzt. Die Differenz zwischen Anschaffungswert und Marktpreis ist nicht Gewinn, sondern

---

[19]) Schmidt, F., Die organische Tageswertbilanz, a. a. O., S. 327.
[20]) Osbahr, a. a. O., S. 137.
[21]) Osbahr, a. a. O., S. 140.

Vermögenswertänderung und wird als solche auf einem Wertberichtigungskonto verbucht. Der auf dem Gewinn- und Verlustkonto ausgewiesene Erfolg stellt jetzt echten verteilbaren Gewinn dar. Diese Rechnungsweise hat vor allen anderen den Vorteil, daß gleichzeitig eine richtige Vermögens- und Erfolgsrechnung ermöglicht wird. Das in der Bilanz auf der Aktivseite ausgewiesene Vermögen gibt den Tageswert der in der Unternehmung gebundenen Güter wieder, und damit stellt auch das Reinvermögen der Passivseite das richtige Eigenkapital dar. Die eingetretenen Wertänderungen, die mit Hilfe der Tageswertrechnung exakt zu erfassen sind, müssen dem Grundkapital zugeschlagen oder von ihm abgezogen werden. Solange jedoch die Konstanz des Grundkapitals gesetzlich erzwungen wird, muß ein besonderes Wertberichtigungskonto, das Vermögenswertänderungskonto, die Kapitalveränderungen aufnehmen. Das Grundkapital zusammen mit diesem Konto ergibt also erst die richtige Kapitalgröße.

Auf die Technik der Abrechnung in der organischen Bilanz braucht in diesem Zusammenhang nicht eingegangen zu werden[22]), es sei nur darauf hingewiesen, daß in ihr neben einem geschlossenen ökonomischen System als zweites das geschlossene System der Abrechnungsmethode zu finden ist[23]).

bb. Die Bedeutung für die Unternehmerdisposition.

Die Anwendung des Tageswertprinzips, dem — worauf Nicklisch hinweist — „eine umfassendere Bedeutung als die, die ein Bewertungsprinzip haben kann“[24]), zukommt, verschafft dem Unternehmer eine ausgezeichnete Handhabe für seine Betriebs- und Kapitaldisposition. Die Entwicklung der Abstände zwischen den Anschaffungs- und den laufenden Tageswerten bietet der Betriebsleitung hervorragendes Material für die Beurteilung der Lage des Betriebes[25]). Die Absonderung der Wertänderung vom Gewinn ermöglicht die Errechnung der richtigen Gewinnspanne, der wiederum die Funktion der Regelung von Produktion und Kapitalanlage zukommt[26]). Die Frage der Kreditwürdigkeit einer Unternehmung ist also nur zu beantworten, wenn im Rechnungswesen die Erfolgsspaltung nach echten Gewinnen und Vermögenswertänderung durchgeführt wird.

Darüber hinaus vermag das beschriebene Verfahren dem Unternehmer auch Fingerzeige für die Richtigkeit seiner Kapitaldispositionen in Bezug auf das Eigenkapital zu geben. Durch Zu- oder Abschreiben der Wertberichtigungen auf das Kapitalkonto kann man fortlaufend

---

22) Es sei auf die ausführliche Darstellung von Gürtler, Schweizerische Bilanzen unter dem Einfluß von Konjunktur und Scheingewinn, Berlin—Wien 1925, S. 57 ff., hingewiesen.

23) Mahlberg, Kapitalleitung und Betriebswirtschaftslehre, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschungen 1930, S. 564.

24) Nicklisch, Die Betriebswirtschaft, Stuttgart 1932, S. 420.

25) Nicklisch, Die Betriebswirtschaft, a. a. O., S. 420.

26) vergl. Schmidt, F., Die Faktoren des industriellen Kapitalbedarfs, a. a. O., S. 118.

messen, „ob das Kapital in seiner Kaufkraft auch erhalten geblieben ist indem man das Anfangskapital um die Veränderungen des Generalindex erhöht oder erniedrigt . . . . Wenn sich zeigt, daß die Wertänderung der Einzelvermögensteile der Unternehmung nach oben schneller gewesen ist als der Generalindex, so bedeutet dies eine Anlage des Unternehmungskapitals in sehr günstigen Werten, die Kapitaldisposition des Unternehmers war eine vorteilhafte, er hat sein Vermögen über den Durchschnitt erhalten“[27]).

Wenn in dem folgenden Hauptabschnitt die Bilanzen von Unternehmungen bezüglich der Kapitalausstattung untersucht werden, dann muß schon an dieser Stelle betont werden, daß die Praxis bisher weder die Tageswertrechnung angewandt noch ihre Vorteile erkannt hat. „Die heute allgemein üblichen Unterbewertungen, die vom Gesetzgeber gestattet und manchmal sogar vorgeschrieben sind und welche die Bilanzen zu Zerrbildern verwandeln, aus denen ein Außenstehender oft garnicht und ein Innenstehender sehr wenig lesen kann, vertragen sich allerdings nicht mit einer organischen Bilanzauffassung“[28]). Eine besonders starke Gewinnmanipulierung, die sich ihrerseits wieder direkt oder indirekt auf die Kapitalgrößen auswirkt, ergibt sich aus der Legung bzw. Auflösung von stillen Reserven. In welchem Maße der tatsächliche Gewinn abweichen kann, ergibt sich aus einer Untersuchung von Henzel, der daraufhin die Bilanzen einer Maschinenfabrik untersucht hat[29]):

	1906	1907	1914	1916	1927/28
a) ausgewiesener Gewinn RM.	1445659	1430921	855569	2095728	+ 24281
b) errechneter tatsächlicher Gewinn RM.	2176079	766212	2359823	3347852	— 68689 (Verlust)
b in Proz. v. a	150%	53,5%	276%	160%	

Auf weitere Störungsmomente, die sich aus der Notwendigkeit der Benutzung veröffentlichter Bilanzen ergeben, wird an entsprechender Stelle noch eingegangen werden. Hier sei noch kurz darauf hingewiesen, daß sich auch in der betriebswirtschaftlichen Theorie die Anerkennung der Ausschaltung von Vermögenswertänderungen durch Tageswertbilanzierung keineswegs durchgesetzt hat, obwohl die Tatsache, daß die Wertänderungen im Rechnungswesen berücksichtigt werden müssen, allgemein anerkannt wird. Aber zu einer systematischen kompromißlosen Absonderung hat man sich noch nicht entschließen können. Als Beispiel seien Ausführungen Prions auf der „Kostentagung“ des RKW wieder

---

[27]) Schmidt, F., Die organische Tageswertbilanz, a. a. O., S. 98.
[28]) Gürtler, a. a. O., S. 57.
[29]) Henzel, Die Bilanzen als Grundlage des Betriebsvergleichs, in: Die Bilanzen der Unternehmungen, Herausgeber: Karl Meithner, Wien 1933, S. 741.

gegeben: „Dort, wo man glaubt, genügend sichere Anhaltspunkte für eine endgültige Ordnung der Kapitalverhältnisse zu haben, wird man gut daran tun, die Korrektur der Bilanz sofort vorzunehmen, dort aber, wo man guten Grund zu der Annahme hat, daß sich für diesen oder jenen Vermögenswert eine endgültige Regelung noch nicht rechtfertigen läßt, soll man die Bilanz nur insoweit in Ordnung bringen, als es überhaupt erforderlich ist, und die endgültige Regelung der Zukunft überlassen. In anderen Fällen wird es sogar möglich sein, die Kapitalabschreibungen über die Gewinn- und Verlustrechnung zu nehmen, wenn der Gewinn noch dazu ausreicht und man dadurch in die Lage versetzt wird, die Aenderung der Kapitalziffer in der Bilanz zu vermeiden"[30]).

Ein solches Vorgehen zu empfehlen, heißt aber der Willkür Tür und Tor öffnen, wenngleich nicht verkannt werden darf, daß die Praxis mehr oder weniger nach vorstehendem Rezept verfahren ist.

Auf eine andere extrem-nominale Anschauung, die empfiehlt, so zu rechnen, „als ob es einen ‚Geldwert' garnicht gäbe — nicht einmal die Frage darf aufgeworfen werden"[31]), braucht nach den vorangegangenen Ausführungen nicht mehr eingegangen zu werden.

Schließlich ist noch auf die gesetzlichen Bestimmungen hinzuweisen, die in der Zeit stärkster Geldwertsteigerung, im Jahre 1931, es notwendig machten, von den bisherigen Gepflogenheiten abzugehen, um den damaligen Gegebenheiten Rechnung zu tragen. Der Erlaß der Verordnung, die eine bessere Kapitalanpassung durch zeitweilige Aufhebung der strengen Kapitalherabsetzungsbestimmungen ermöglichen sollte, wurde bereits erwähnt.

Ebenso bedeutungsvoll erscheint aber die Notverordnung vom 15. 12. 1931 (RGBl. I S. 759), die neue Bewertungsvorschriften dahingehend enthielt, daß Wertminderungen am Umlaufsvermögen nicht über die Gewinn- und Verlustrechnung zu führen waren, sondern auf einem Entwertungskonto verbucht werden konnten, das auf der Aktivseite der Bilanz einzustellen war. Diese Verordnung über einmalige Bilanzerleichterungen wurde erlassen, um die starken Wertminderungen, die sich nach der üblichen Buchungsweise als Verluste niederschlagen, aufzufangen, weil sonst die meisten Unternehmungen erhebliche Verluste hätten zum Ausweis bringen müssen, die in Wirklichkeit nur Vermögenswertänderungen waren.

Den Vorschriften wohnt vom Standpunkt der organischen Bilanzauffassung eine starke Inkonsequenz inne. Es durften nur 75% der Wertminderung aktiviert werden, d. h. 1/4 mußte auf jeden Fall als echter Betriebsverlust angesehen werden. Weiterhin wurde verordnet, daß das Entwertungskonto nicht höher sein durfte als 30 v. H. des Eigenkapitals, und es mußte in den folgenden 5 Jahren durch Abschreibung getilgt werden. Das bedeutet aber, daß die Verminderungen am Ver-

[30]) Prion, Finanzieller Aufbau . . . a. a. O., S. 189.
[31]) Rieger, Einführung in die Privatwirtschaftslehre, Nürnberg 1928, S. 253.

mögenswert schließlich doch wieder über die Gewinn- und Verlustrechnung zu führen waren. Sie wurden also als echter Verlust behandelt, was sie in Wirklichkeit nicht waren. Auch das Verbot der Gewinnausschüttung vor der endgültigen Tilgung des Entwertungskontos deutet darauf hin, daß sich der Gesetzgeber nicht über den Unterschied von Vermögenswertänderung und Betriebsgewinn klar gewesen war.

Im Sinne des Realwertprinzips, das diese Arbeit vertritt, erscheinen die Versuche, welche die Fehler, die aus nominalem Denken entstanden sind, korrigieren wollen, bedeutungsvoll, auch dann, wenn sie — weil mit untauglichen Mitteln unternommen — nicht zum Ziele führen konnten. Die Inflation brachte Ausnahmegesetze, die das Nominalwertprinzip durchbrachen und eine Anerkennung wechselnder Kaufkraft des Geldes bedeuteten. Die später folgende Deflation machte wiederum die Unvollkommenheit dieses Prinzips deutlich. Ist aber, worauf Berning mit Recht hinweist, „eine Theorie richtig, so muß sie allen Prüfungen Stand halten können. Dies kann man von dem Nominalwertprinzip nicht behaupten“[32]). Demgegenüber ist die Theorie, die auf dem Realwertgedanken aufbaut, keine Fiktion, „sondern sie ist in der Wirtschaft selbst begründet“[33]).

B. Das Fremdkapital.

1. Die wirtschaftlichen Eigenschaften des Fremdkapitals.

a. Die Kostenbelastung.

Es liegt im Wesen des Fremdkapitals, daß es nur zur Verfügung gestellt wird, wenn der Kapitalnehmer dem Kapitalgeber eine Vergütung für die Ueberlassung des Leihkapitals, den Zins, gewährt. Diese periodisch in festgesetzten Terminen und in bestimmter, in Prozenten ausgedrückter Höhe zu leistenden Zinszahlungen bedeuten für den Kapitalgeber Einkommen, für die Unternehmung Kosten. Sie wird aber nur dann Fremdkapital aufnehmen, wenn sie mit einiger Sicherheit voraus-schätzen kann, daß die Zinskosten wieder hereingebracht werden. Wie hoch der zu billigende Zinssatz sein darf, hängt von den jeweiligen Verhältnissen der Unternehmung ab. Im allgemeinen gilt die Regel, daß schnell umzusetzende Betriebs- oder Umsatzkredite eine höhere Zinsbelastung vertragen, als Anlagekredite[1]).

Sobald die Unternehmung der Frage der Beschaffung von Neukapital nähertreten muß, wird sie die grundlegende Entscheidung zu treffen haben, ob eine Finanzierung durch Eigen- oder Fremdkapital stattfinden soll. Wie sie sich entscheidet, „hängt von der Unternehmungsart, der Marktlage, dem Verwendungszweck des Neukapitals und der

---

[32]) Berning, a. a. O., S. 14.
[33]) Ebenda S. 15.
[1]) vergl. Leitner, Finanzierung der Unternehmung, Berlin u. Leipzig 1927, S. 26.

mutmaßlichen zukünftigen Rente, in erster Linie aber von den Kosten des Fremdkapitals im Verhältnis zur Durchschnittsrente des Unternehmens ab"[2]).

Vor dem Kriege pflegten gutgeleitete Aktiengesellschaften eine Finanzierungspolitik zu treiben, die darauf gerichtet war, weitgehend niedrig verzinsliches Fremdkapital zu verwenden, und das dividendenberechtigte Eigenkapital nicht zu groß werden zu lassen[3]). Auf diese Weise wurde eine hohe Unternehmerrentabilität bei etwa normaler Unternehmungsrentabilität erzielt[4]).

Nach der Stabilisierung zeigen sich stark veränderte Verhältnisse. Bei gesunkenem Betriebsgewinn und durch Kapitalmangel verursachte stark erhöhte Zinskosten bedeutete das Arbeiten mit Fremdkapital keinen finanziellen Vorteil mehr. Im Gegenteil wurde die Gewinnquote auf das Eigenkapital durch zu hohe Belastung mit Kapitalkosten geschmälert[5]). Durch die Zinssenkungsaktion dürfte in dieser Hinsicht inzwischen eine Entlastung spürbar geworden sein, doch liegen die Verhältnisse im einzelnen Falle sehr verschieden, sodaß allgemeine Angaben die Situation nicht genügend klar legen können. Die jeweilige Höhe der Kostenbelastung der Unternehmung durch Fremdkapital ist in starkem Maße davon abhängig, in welchem Zeitpunkt das Kapital aufgenommen wurde. Da der Zinsfuß einerseits eine schwankende Größe ist, andererseits die Zinshöhe bei der Kreditnahme für die Dauer der Kapitalbildung vertraglich festgelegt ist, gehört es zur Finanzierungskunst, Fremdkapital dann an sich zu ziehen, wenn reichlich am Markte angeboten wird und der Zinsfuß dadurch niedrig ist. Bei normalem Konjunkturverlauf ist dies in der Krise der Fall[6]).

Im Zusammenhange mit der Höhe des Zinssatzes ist es auch von Bedeutung, ob lang- oder kurzfristiges Fremdkapital hereingenommen wird. Hat eine Unternehmung bei hohen Zinssätzen Kapital aufgenommen und der allgemeine Zinsfuß geht zurück, dann kann sie, sofern es sich um kurzfristiges Leihgeld handelt, zu den Tageszinssätzen Geld neu aufnehmen und die Schuld vorteilhaft zurückzahlen. Voraussetzungen hierfür sind aber ausreichende Liquidität der Unternehmung und ein flüssiger Geldmarkt.

---

[2]) Kalveram, Finanzierung, in: Die Handelshochschule, Bd. 1 Kap. VIII, S. 1274.

[3]) Prion, Kapital und Betrieb, Leipzig 1929, S. 9.

[4]) Als Beispiel hierfür führt Prion die AEG. an. Diese Gesellschaft hatte im Jahre 1912 auf ein Aktienkapital von 130 Mill. RM. eine Dividende von 14% verteilt, während der Reingewinn und Zinsen für Fremdkapital eine Rente auf das Gesamtkapital von nur 7,6% ergibt. Aehnliche Verhältnisse ergaben sich für die Fr. Krupp A. G.

[5]) vergl. Prion, Kapital und Betrieb, a. a. O., S. 82.

[6]) Für eine Finanzierungspolitik im dargestellten Sinne bietet auch hier wiederum die AEG. ein Beispiel.
vergl. Schmidt, F., Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre, a. a. O., S. 1365 f.

Handelt es sich aber um langfristiges Kapital, so begegnet das Bestreben nach Angleichung der betrieblichen Kapitalkosten an den allgemeinen Zinssatz größeren Schwierigkeiten, da hier eine Rückzahlung meist nicht möglich und auf dem Verhandlungswege ein Zinsabschlag nur selten zu erreichen ist. Eine unglückliche Betriebspolitik hinsichtlich der Aufnahme von Fremdkapital kann sich dann während längerer Zeit ungünstig in der Unkostenrechnung der Unternehmung auswirken.

b. Die nominale Gebundenheit.

Wenig oder gar keine Beachtung findet in der Praxis die Veränderung der Kaufkraft, der das Kapital ausgesetzt ist, solange es an die Unternehmung gebunden bleibt. Der Grad der Veränderung des Generalindex vom Zeitpunkt der Kapitalaufnahme bis zur Rückzahlung zeigt an, wieviel die Unternehmung mehr oder weniger Kaufkraft zurückgibt, als sie empfangen hat. Die Geldwertänderungen müßten, sollen nicht Gläubiger oder Schuldner Schaden leiden, durch Korrektur des Nominalbetrages mit Hilfe des Index oder durch eine variable Gestaltung des Zinssatzes berücksichtigt werden. Nach Gürtler gibt es, solange wir ein vollkommen stabiles Geld nicht besitzen, nur zwei Möglichkeiten, Verluste aus Geldwertschwankungen zu vermeiden:

1. Man paßt den Zinsfuß der Aenderung des Geldwertes an, oder, was noch besser ist,
2. man leiht nur Geld auf Grund einer Indexwährung[7]).

Im ersten Falle „müßte bei sinkender Kaufkraft des Geldes der Zins steigen und bei steigendem Geldwerte fallen, sodaß dadurch Gewinne und Verluste ausgeglichen würden“[8]).

Außerdem haben die Unternehmungen noch die Möglichkeit, sich den Geldwertschwankungen dadurch zu entziehen, daß sie den nominalen Schulden nominale Forderungen und sonstige Geldwerte gegenüberstellen. Bei einer solchen Politik gleichen sich die Gewinne oder Verluste durch Geldwertschwankungen aus den Verpflichtungen mit den durch die entgegengesetzte Bewegung entstandenen Gewinnen oder Verlusten aus Forderungen oder Selbstbesitz aus. Es handelt sich hier um die Beachtung des Prinzips der Wertgleichheit[9]), auf das in anderem Zusammenhange noch des öfteren zurückzukommen sein wird[10]).

c. Die Nichtbeachtung von Betriebsansprüchen.

Schließlich ist noch eine Unterscheidung von Eigen- und Fremdkapital insofern festzustellen als das Schicksal des Eigenkapitals mit dem der Unternehmung eng verbunden ist, während der Geber von Leihkapital nur ein Interesse an der Erhaltung seiner Kapitalsumme hat. Das Fremdkapital wendet sich, wenn auch nur von ferne Gefahr droht, von

---

[7]) Gürtler, a. a. O., S. 52.
[8]) Gürtler, a. a. O., S. 49.
[9]) vgl. Schmidt, F., Die organische Tageswertbilanz, a. a. O., S. 119 ff
[10]) vgl. S. 34 ff und S. 87 ff dieser Arbeit.

der Unternehmung ab, ohne Rücksicht darauf, ob sie dadurch zum Erliegen kommt. Deshalb verlieren auch notleidend gewordene Unternehmungen mit einem Schlage ihre Kreditbasis; „auch wohlwollende Gläubiger werden ihnen gegenüber ängstlich und zurückhaltend“[11]).

Durch aufgenommenes Fremdkapital gerät die Unternehmung in Abhängigkeit von ihr fernstehenden Wirtschaftssubjekten, für die es kein Nachgeben gegen irgendwelche Betriebsansprüche gibt[12]). Deshalb ist es nach der Meinung Gerstners das Gesundeste, wenn eine Unternehmung nur mit Eigenkapital arbeiten kann[13]).

Zu berücksichtigen ist allerdings, daß eine Gefahr von Seiten des Fremdkapitals erst dann droht, wenn die Unternehmung ihren Verpflichtungen nicht nachkommen kann. Ist die Störung nur eine vorübergehende, so kommt es darauf an, in welcher Form das Fremdkapital an die Unternehmung gebunden ist. Langfristig gegebenes Fremdkapital ist auch in einem solchen Falle gezwungen „stillzuhalten“; es nähert sich in dieser Beziehung seiner Natur nach dem Eigenkapital. Dafür, daß die Gläubiger ihr Kapital über eine längere Frist zur Verfügung stellen, müssen ihnen andererseits auch wieder Konzessionen eingeräumt werden, die dahin führen können, daß sie eine gewisse Machtstellung erlangen und die Unternehmung in ihrem Interesse, das nicht mit dem der Unternehmung übereinstimmen muß, beeinflussen[14]).

2. Die Unterscheidung nach der Unternehmungsgebundenheit.

Die Gefahren, die der Unternehmung seitens des Fremdkapitals drohen, treten immer erst bei Ablauf der Rückzahlungsfrist auf und zwar nur dann, wenn die Liquidität die Rückzahlung in der gesetzten Höhe nicht zuläßt, und neues Kapital nicht zur Verfügung steht. Eine Einschränkung des Risikos aus der Finanzierung mit Fremdkapital ist dadurch möglich, daß die Unternehmung sich die Verfügungsgewalt vertraglich für längere Zeiträume sichert und erst nach einer bestimmten Frist zur allmählichen Tilgung schreitet. Dies ist bei den Obligationen der Fall. Sie werden daher ebenso wie die Hypothekarschulden und Darlehen, die der Unternehmung über größere Zeiträume zur Verfügung stehen, dem Begriffe des langfristigen Fremdkapitals zugerechnet.

Den verschiedenen Arten des langfristigen Fremdkapitals steht das kurzfristige gegenüber, das der Unternehmung nur für kürzere Perioden zur Verfügung steht. Es fließt der Unternehmung in Form des Lieferantenkredits, des Bankkredits und der Vorauszahlungen zu[15]).

Welche Art des Kredits in Anspruch genommen wird, hängt einmal von den Bedürfnissen der Unternehmung und zum anderen von der Lage des Kapitalmarktes ab. Im allgemeinen gilt die Regel, — darauf wird im folgenden Teil noch zurückzukommen sein — daß Anlagen mit Eigen-

[11]) Mannheimer, Die Sanierung, Berlin 1924, S. 29.
[12]) Schmidt, F., Die organische Tageswertbilanz, a. a. O., S. 101.
[13]) Gerstner, Bilanzanalyse, Berlin und Leipzig 1925, S. 239.
[14]) vergl. Sandig, a. a. O., S. 49.
[15]) Kalveram, Finanzierung, a. a. O., S. 1270.

kapital, der durch dieses nicht gedeckte Teil der Anlagen aber mit langfristigem Fremdkapital finanziert werden soll. Darüber hinaus wird es sich aber auch als notwendig erweisen, einen Teil des Betriebskapitals durch langfristigen Kredit zu decken, „besonders wenn zahlreiche Produktionsprozesse aufeinander folgen, von denen der eine schon beginnt, wenn der andere noch nicht beendigt worden ist“[16]). In gewissen Fällen kann aber auch ein Zuviel an langfristigem Fremdkapital für die Unternehmung als Belastung empfunden werden[17]), wenn dieses infolge Umsatzschrumpfung und dadurch hervorgerufener Flüssigkeit keine ausreichende Beschäftigung findet.

Eine solche Situation dürfte allerdings im letzten Jahrzehnt nur selten eingetreten sein. Durch die zerrüttete Kapitalmarktlage als Folge von Krieg, Inflation und ungünstiger Gesamtwirtschaftslage stieß die Finanzierung auf beträchtliche Schwierigkeiten, die sich aus der Diskrepanz der Termine bei angebotenem und nachgefragtem Kapital ergaben[18]). Da langfristiger Kredit häufig nicht in ausreichendem Umfange zur Verfügung stand, mußte kurzfristiger Kredit herangezogen werden, der dann bei den Unternehmungen die Stelle des langfristigen Kapitals vertrat, und wenn eine Konsolidierung der kurzfristigen Verpflichtungen nicht gelang, trat nicht selten eine Illiquidisierung ein. Die Schwierigkeiten bei der Kapitalbeschaffung führten in der Zeit nach der Stabilisierung zu einer Ausweitung des Lieferantenkredits, an Stelle des schwer zu beschaffenden Bankkredits[19]). Die Forderung von Herzog, daß in unsicheren Zeiten seitens der industriellen Unternehmungen darauf Gewicht gelegt werden müsse, kurzfristige Schulden zu vermeiden, wenn bei Fristablauf nicht mit Sicherheit Deckung vorhanden ist[20]), entbehrt zwar nicht der Berechtigung, doch haben gerade die letzten Jahre gezeigt, daß vornehmlich in „unsicheren Zeiten“ langfristige Kredite nur schwer zu beschaffen sind.

Auf diese Fragen wird bei den praktischen Untersuchungen noch eingehender zurückzukommen sein.

3. Die Form der Bindung.

Es handelt sich hier um Fragen der Sicherstellung der Kredite, wobei man nach Personalkrediten, Krediten ohne Unterpfand, und Realkrediten, durch Verpfändung von Immobilien, Mobilien oder Rechten sichergestellten Krediten, unterscheidet. Für die Verpfändung kommen folgende realen Werte der Unternehmung, nach ihrem Sicherheitswerte in verschiedene Gruppen entsprechend ihrem Rang geordnet[21]), in Frage:

---

[16]) Polak, a. a. O., S. 45.
[17]) vergl. Le Coutre, a. a. O., S. 257.
[18]) vergl. Wieg, Kritik der Finanzierungstechnik der Industrie, Diss. Berlin 1926, (Teildruck) S. 19.
[19]) Prion, Kapital und Betrieb, a. a. O., S. 83.
[20]) Herzog, a. a. O., S. 7.
[21]) vergl. Lüttke, Kapitalbeschaffung der Unternehmung, Berlin 1925, S. 21.

1.) Immobilien, Grundstücke und Gebäude.
2.) Marktfähige Rohstoffe.
3.) Warenbestände.
4.) Außenstände.
5.) Maschinen, Anlagen, Einrichtungen u. dergl.

In der Nachkriegszeit hat der dinglich gesicherte Kredit stark an Bedeutung zugenommen. Das liegt vor allem daran, daß die Kreditgeber infolge der allgemeinen Unsicherheit der Wirtschaftsverhältnisse starke Vorsicht walten ließen und den Unternehmungen wegen geringen Kapitalangebots ihre Bedingungen diktieren konnten. Die starke Bankenkonzentration, die eine Entpersönlichung der Kreditgewährung zur Folge hatte, ist eine weitere Ursache für die zunehmende Bedeutung. Ihren sichtbaren Ausdruck fand diese Entwicklung in der stark vermehrten Anwendung des Instrumentes der Sicherungsübereignung[22]). Hierdurch wurden vor allem die mobilen Vermögenswerte der Unternehmung in den Kreis der Kreditdeckung mit einbezogen.

Im Laufe der Entwicklung hat sich jedoch gezeigt, daß auch eine Sicherung des Fremdkapitals durch Uebertragung von Rechten an den Vermögensobjekten der Unternehmung nicht immer eine ausreichende Sicherung bedeutete. Durch die besonders in der Krise sich häufenden Fälle, bei denen die Preissenkung an den Pfandobjekten bei gleichbleibender nominaler Verschuldung eine Unterdeckung verursachte, entstand die Frage, ob die reale Sicherung der Kredite allein ausschlaggebend für die Beleihung sein dürfe. Diese Frage muß verneint werden. Solange das Fremdkapital in seiner nominalen Höhe konstant bleibt, werden sich bei starker Geldwertschwankung Verluste nicht vermeiden lassen. Dabei können Kapitaleinbußen vom Standpunkte realen Denkens sogar wirtschaftlich vertretbar sein. Die Welle der „Geschäftsvergleiche" in den Jahren der Deflation hat bei vielen Firmen eine Angleichung an die tatsächlichen Verhältnisse durch Kapitalabwertung geschaffen. Viele Unternehmungen gingen aber auch an der übernommenen Verpflichtung, ihr Fremdkapital in normaler Höhe zurückzuzahlen, zu Grunde. Die Mehrzahl der Betriebe aber, die ihren Rückzahlungspflichten in voller Höhe nachgekommen sind, haben dadurch erhebliche Substanzverluste erlitten. Die „glückselige Unwissenheit"[23]) der Unternehmungen hinsichtlich der Tatsache und Wirkung der Geldwertschwankungen, worüber Irving Fischer spricht, ist also den Unternehmungen teuer zu stehen gekommen.

Für den vorliegenden Zusammenhang ergibt sich aus den geschilderten Tatsachen folgendes: Solange die Rückzahlung von Fremdkapital in nominaler Höhe durch die Rechtsordnung zur Pflicht gemacht wird, besteht für die Kreditgeber bei Geldwertsteigerungen immer die

---

[22]) Ott, Die Sicherungsübereignung, ihre wirtschaftliche Bedeutung und ihre buch- und bilanztechnische Behandlung, Diss. Ffm. 1935.
[23]) Irving Fischer, Die Kaufkraft des Geldes, Berlin 1916, S. 482. zitiert bei Gürtler, a. a. O., S. 53.

Gefahr, daß die erhaltenen Sicherheiten nicht ausreichen. Für die Unternehmung ergibt sich daraus der Zwang, mehr an Kaufkraft zurückzugeben, als sie empfangen hat. Trotz der Verpfändung von Vermögensobjekten kann der Kreditgeber nur dann auf Befriedigung rechnen, wenn die Unternehmung gefestigt genug ist, den Finanzierungsverlust zu tragen. In Zeiten von Geldwertminderung tritt das Umgekehrte ein; das Fremdkapital erleidet keine Minderung an den Sicherheiten, der Kreditgeber erhält weniger zurück als er hingegeben hat, die Unternehmung erzielt einen außerordentlichen Gewinn. Für beide Fälle gilt allerdings die Voraussetzung, daß die Unternehmung nicht eine Risikodeckung durch Wertgleichheit von Forderungen und Verpflichtungen getätigt hat, vielmehr wurde ein Ueberwiegen der nominalen Schulden angenommen.

Die in den letzten Jahren so häufig diskutierte Frage, ob der Personalkredit wieder stärker gepflegt werden soll, liegt auf einer etwas anderen Ebene; doch lassen sich Berührungspunkte mit dem aufgeworfenen Problem finden. Kalveram übt an der Kreditpolitik der Banken folgende Kritik: „Die Kreditzuteilung erfolgte bisher allzu einseitig auf Grund von sachlichen Sicherheiten, während man die Kreditwürdigkeit nicht genügend beachtete. Gerade die letzten Krisenjahre haben immer wieder gezeigt, wie trügerisch selbst die besten Pfandsicherungen waren. Zahlreiche durch die Verpfändung aller greifbaren Güter einer Unternehmung gesicherten Kredite sind eingefroren und haben zu erheblichen Verlusten geführt. Der Kreditgeber muß darum wieder stärker auf die persönlichen Qualitäten des Kreditnehmers anstatt auf übersteigerte Sicherheiten abgestellt werden, denn nur dadurch wird man eine günstige Auslese unter den Kreditanwärtern erreichen“[24]).

Eine Berücksichtigung der Unternehmerpersönlichkeit bei der Kredithergabe muß aber unter dem Gesichtspunkte erfolgen, daß vorzüglich die Betriebsführer berücksichtigt werden, die sich über das Wesen der Geldwertänderungen im klaren sind und diese in ihrer Betriebspolitik durch Anwendung des Prinzips der Wertgleichheit ausschalten. Fremdkapital, das solchen Unternehmungen zur Verfügung gestellt wird, erscheint dann, selbstverständlich unter Würdigung aller sonstigen Unternehmereigenschaften, besser gesichert als durch die Uebereignung realer Vermögenswerte.

---

[24]) Kalveram, Organisches Bankwesen, Sonderdruck der Bankwissenschaft, Berlin 1933, S. 13.

IV. Die Kapitalverhältnisse der deutschen Industrieunternehmungen auf Grund veröffentlichter Bilanzen.

A. Die Stellungnahme der betriebswirtschaftlichen Theorie zur Proportionierung des Kapitals.

1. Das Wesen der Proportionierung nach le Coutre.

Bei der Proportionierung handelt es sich um die Abstimmung der verschiedenen Kapitalteile der Unternehmung untereinander. Sie spielt nach le Coutre auch eine Rolle im Hinblick auf das Verhältnis zwischen Vermögen und Kapital. „Der Grad der Abhängigkeit der Unternehmung, der einmal bestimmt wird durch die Höhe des Fremdkapitals, zum anderen durch den Bestand an flüssigen bzw. leicht liquidierbaren Vermögensteilen, zeigt sich in dem Verhältnis zwischen Eigenkapital und Fremdkapital und Vermögen"[1]).

Das Verhältnis der Kapitalteile untereinander und des Kapitals zum Vermögen ist nicht nur von Branche zu Branche, sondern auch von Unternehmung zu Unternehmung verschieden. Trotzdem kann man bei den Unternehmungen der gleichen Branchen einen gewissen Einklang des Kapitals- und Vermögensaufbaus feststellen und zu charakteristischen Branchemerkmalen kommen. Le Coutre begründet dies mit der Tatsache, daß die Proportionierung vorwiegend von dem Vermögen und seinem Umsatz bestimmt wird. „Je nach der Gestaltung der Umsatzbewegung bei den einzelnen Vermögensteilen muß ihre Finanzierung erfolgen. Die Umsatzbewegungen machen so wohl das Wesentliche der charakteristischen Merkmale der einzelnen Branchen aus"[2]).

Hieraus folgt aber auch, daß allgemeine Regeln für das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital und von Kapital zu Vermögen nicht gegeben werden können. Alle theoretischen Grundsätze hinsichtlich des Kapital- und Vermögensaufbaues sind deshalb nur in beschränktem Maße für die Betriebspolitik brauchbar, wenn sie nicht die jeweiligen Brancheverhältnisse berücksichtigen.

Trotzdem lassen sich einige Grundregeln aufstellen, die so weit gefaßt sind, daß sie für die Unternehmungen aller Branchen einer Wirtschaftsgruppe, allerdings mit gewissen Vorbehalten, anwendbar erscheinen. Mit diesen Grundsätzen ist beabsichtigt, der Unternehmung Anhaltspunkte für die Gestaltung ihrer Kapitalausstattung zu geben; sie

---

[1]) Le Coutre, a. a. O., S. 155.
[2]) Le Coutre, a. a. O., S. 155.

stellen sozusagen allgemeine Regeln dar, die den Unternehmungen al Richtschnur dienen sollen.

2. Das 1:1 Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital nach Gerstner.

Gerstner geht bei der Aufstellung seines Grundsatzes, der da Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital betrifft, ausschließlich von de Kapitalseite der Bilanz aus. „Je niedriger der Betrag der fremden Mitte im Verhältnis zu den eigenen Mitteln, desto solider und gesicherte ist ein Unternehmen. Liegt ein umgekehrtes Verhältnis vor, so ist die ein Zeichen der Unsicherheit und Unsolidität. Die Grenze nach unte ist der Mangel jeglicher fremden Mittel. Die Grenze nach oben etwa di Gleichheit der fremden und eigenen Mittel“[3]).

Eine solche Regel hat indessen nur bedingte Bedeutung, weil si auf den Vermögensaufbau der Unternehmung keine Rücksicht nimmt Gerstner weist selbst darauf hin, daß auch ein Uebermaß von fremde Mitteln wirtschaftlich gerechtfertigt sein kann, wenn für eine Deckung i Gestalt von greifbaren Aktiven Vorsorge getroffen ist[4]).

Hinzu kommt noch, daß die Aufstellung einer Regel sehr vie leichter ist, als ihre Befolgung in der Praxis. Die Unternehmungs führung ist ja in ihren Entschlüssen keineswegs frei, sondern ihrerseit von der allgemeinen Wirtschaftslage abhängig. So ist der hohe Anteil a Eigenkapital bei den meisten Unternehmungen in den ersten Jahren nac dem Kriege keineswegs als ein Zeichen einer gesunden Konstitution an zusehen, sondern als die Auswirkung einer Kapitalarmut der deutsche Volkswirtschaft, und in vielen Unternehmungen herrschte Kapitalmange der die Betriebe in ihrer Betätigung stark hemmte. Die aus den Bilanz ziffern sich ergebende „günstige“ Kapitalzusammensetzung war als keineswegs vorhanden. Umgekehrt konnte sich bei Unternehmunge denen es gelungen war, ihre Kapitaldecke durch Aufnahme von Fremd kapital zu erweitern, dies wirtschaftlich durchaus günstig auswirke obwohl die Bilanzzahlen des Kapitals gegen den vorstehend genannte Grundsatz verstießen. Aus diesen Ueberlegungen heraus hat Gerstne in einer späteren Schrift zum Ausdruck gebracht, daß der von ihm ge prägte Grundsatz „auf jeden Fall bei der Betrachtung der jetzige Bilanzen etwas liberaler anzuwenden“ sei[5]). Hieraus ergibt sich abe daß einer Regel hinsichtlich der Proportionierung von Eigen- un Fremdkapital, die nur von der Passivseite der Bilanz ausgeht, Allgemein gültigkeit nicht zugesprochen werden kann.

3. Betriebs- und Anlagevermögen als Bestimmungsgrößen für Eige und Fremdkapital.

Aus diesem Grunde versuchen die meisten betriebswirtschaftliche Autoren, die sich mit dieser Frage beschäftigen, das Problem dadurc

[3]) Gerstner, Bilanz-Analyse, Berlin und Leipzig 1922, S. 210.
[4]) Ebenda, S. 211.
[5]) Gerstner, Bilanz-Schlüssel, Berlin und Leipzig 1928, S. 56.

zu lösen, daß sie Eigen- und Fremdkapital in ein bestimmtes Verhältnis zu den Vermögenswerten setzen. Man geht dabei von Liquiditätsvorstellungen aus, indem man verlangt, daß die Anlagen einer Unternehmung, also die nicht leicht zu liquidierenden Vermögensobjekte durch Eigenkapital gedeckt sein sollen. Ist dies in voller Höhe nicht möglich, dann sollen die Anlagen zunächst durch langfristiges Fremdkapital finanziert werden. Keinesfalls dürfen aber die Anlagen oder Beteiligungen mit kurzfristigem Kredit errichtet bzw. erworben werden; dies wird als ein grundlegender „Finanzierungsfehler“[6]) bezeichnet.

Die schnell zu verflüssigenden Aktiva können mit Hilfe kurzfristigen Fremdkapitals finanziert werden, jedoch ist auch hier eine rein formale Gegenüberstellung nicht dienlich. Ein Teil des Umlaufsvermögens ist dauernd an die Unternehmung gefesselt; es sind dies die „gebundenen Vorräte“[7]) im Sinne Schmalenbach's, die Anlagecharakter haben und die zumindest mit langfristigem Fremdkapital finanziert werden müssen.

Man sieht also, daß zwar die Heranziehung der Aktivseite der Bilanz einen gewissen Anhaltspunkt für die Beurteilung der Kapitalgrößen abzugeben vermag, eine feststehende Regel sich aber auch hier nicht finden läßt. Sogar in den Unternehmungen der gleichen Branche sind große Schwankungen zu verzeichnen. In einer von Mellerowicz[8]) wiedergegebenen Statistik, die den prozentualen Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital erkennen läßt, finden sich erstaunliche Unterschiede[9]).

So beträgt der durchschnittliche Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital in der Automobilindustrie (23 Unternehmungen) 49,7%, die extremen Ziffern aber lassen eine Spannung von 11—95% erkennen. Aehnlich verhält es sich auch mit den entsprechenden Daten anderer Branchen. Auch bei der Berücksichtigung von Vermögens- und Kapitalstruktur zeigt sich also, daß etwas Allgemeingültiges über das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital und dieser Kapitalteile zu Anlage und Umlaufsvermögen nicht ausgesagt werden kann.

4. Die zulässige Grenze der Höhe des Fremdkapitals nach Seidel.

Seidel[10]) versucht das hier zu untersuchende Problem von einer anderen Seite her zu lösen. Nach ihm ist es gleichgültig, wie das Fremdkapital durch aktive Bestände gedeckt ist, vielmehr kommt es darauf an, einen Maßstab für die zulässige Größe des fremden Kapitals in der Unternehmung zu finden.

---

[6]) Walb, Kapitalverbrauch und Kapitalfehlleitung in: Kapital und Kapitalismus, Bd. 2, a. a. O., S. 288.
[7]) Schmalenbach, Dynamische Bilanz, a. a. O., S. 201 ff.
[8]) Mellerowicz, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre der Unternehmung, Berlin und Leipzig, 1929, S. 48.
[9]) Leider findet sich keine Angabe, für welches Jahr die Aufstellung gilt.
[10]) Seidel, Das fremde Kapital im Unternehmen, Z. f. B. 1924, S. 221 ff.

Auf zwei Umstände ist nach ihm dabei zu achten, und zwar „auf die Sicherheit des Unternehmens und auf die Rentabilität auch des fremden Kapitals“[11]).

Es würde in diesem kurzen Einführungsabschnitt zu weit führen auf die Erörterungen Seidels näher einzugehen, es muß auf den zitierten Aufsatz hingewiesen werden. In diesem Zusammenhange ist von Interesse, daß die Forderungen Seidels letzten Endes auch wieder auf Liquiditätsfragen hinauslaufen. Dies ergibt sich aus der Berücksichtigung der Sicherheit, die „einerseits auf die Höhe der Schulden in ihrer Gesamtheit, andererseits auf ihre Fälligkeit im einzelnen Bedacht zu nehmen“[12]) habe. Nach einer eingehenden Besprechung der kurz- und langfristigen Schulden kommt Seidel zu folgendem Ergebnis: „Im Hinblick auf die Sicherheit des Unternehmens verschiebt sich also die Frage auf das Gebiet der Liquidhaltung bzw. der Liquidierungsmöglichkeit des Vermögens“[13]).

Hinsichtlich der Kosten kommt es Seidel darauf an, die Kosten des fremden Kapitals prozentuell zu ermitteln, und zu untersuchen, „ob und in welchem Ausmaße es dem Unternehmen ein Rendement beläßt“[14])

Als Rendement wird der Ueberschuß bezeichnet, den der Unternehmer aus dem fremden Kapital gegenüber den Kosten desselben herauszuwirtschaften imstande ist[15]).

Die Kritik der Brauchbarkeit der Kostenrechnung zur Bestimmung des maximal zu schaffenden Fremdkapitals baut sich darauf auf, daß Festlegung der Kosten und Ermittlung des Nutzens zeitlich auseinanderfallen. Das kalkulierte Rendement wird damit zu einer recht unsicheren Größe[16]).

5. *Die Bestimmung der Kapital- und Vermögensgröße nach dem Prinzip der Wertgleichheit von F. Schmidt.*

Die Vermögens- und Kapitaldisposition, wie sie durch die Einhaltung des Prinzips der Wertgleichheit gefordert wird, unterscheidet sich von den bisher besprochenen Regeln dadurch, daß nicht allein die Verhältnisse der Unternehmung berücksichtigt, sondern auch die Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Lage und deren mögliche Auswirkung auf die Unternehmungen im Auge behalten werden. Das von Schmidt aufgestellte Prinzip[17]) geht davon aus, daß die in der Bilanz zum Ausweis kommenden Vermögens- und Kapitalwerte sehr verschiedene Struktur zeigen. Darnach hat man nach Realwerten und Nominalwerten zu unterscheiden, die sich bei Geldwertschwankunge

---

[11]) Seidel, a. a. O., S. 227.
[12]) Ebenda.
[13]) Ebenda, S. 228.
[14]) Seidel, a. a. O., S. 230.
[15]) Ebenda.
[16]) vergl. Sandig, a. a. O., S. 13.
[17]) Schmidt, F., Die organische Tageswertbilanz, a. a. O., S. 119 ff.

verschieden und zwar gegensätzlich verhalten. Steigender Geldwert bewirkt ein Sinken des Wertes der realen Güter, bei gleichzeitiger Werterhöhung der nominal gebundenen Aktiv- und Passivposten der Bilanz. Hieraus ergibt sich, daß unabhängig von der Wirtschaftstätigkeit der Unternehmung gesamtwirtschaftliche Einflüsse auf sie einwirken, die eine Verschiebung des Verhältnisses von Vermögens- und Kapitalwerten zur Folge haben müssen.

Wenn beispielsweise auf der Aktivseite einer Unternehmungsbilanz die Realwerte gegenüber der Passivseite überwiegen und eine Geldwertsteigerung eintritt, wie dies in recht starkem Ausmaße in den letzten Deflationsjahren der Fall gewesen ist, dann hat dies folgende Auswirkungen: Die realen Vermögenswerte erfahren eine Wertminderung bei gleichbleibender nominaler Höhe der Verbindlichkeiten. Das heißt aber, daß die Unternehmung an Kaufkraft eingebüßt hat. Die Wertminderung als solche betrifft in erster Linie das Eigenkapital, das also, wie bereits festgestellt wurde, realen Charakter hat und die Wertschwankungen der realen Vermögensgüter mitmacht. Praktisch wirken sich jedoch die Geldschwankungen bei Aktiengesellschaften anders aus. Infolge des vorgeschriebenen Niederstwertprinzips werden die noch nicht realisierten „Verluste" aus Wertänderung genau so behandelt wie die echten Verluste, bzw. sie werden mit den echten Gewinnen gemeinsam behandelt. Sofern als Endergebnis ein Verlust errechnet wird, wird dieser wegen der Konstanz des Grundkapitals nicht vom Grundkapital abgesetzt, sondern in der Bilanz aktiviert. Die Folgen, die sich für die Unternehmung hieraus ergeben, wurden bereits dargestellt, und es wird späterhin noch gezeigt werden, daß Perioden der Geldwertsteigerung eine Flut von Sanierungen mit sich bringen und bei Nichtbeachtung der Wertgleichheit mit sich bringen müssen.

Es kommt also darauf an, Wertschwankungen des Geldes aus den Bilanzen der Unternehmungen nach Möglichkeit fernzuhalten. Dies ist nur auf die Weise zu erreichen, daß darauf geachtet wird, daß die Realwerte bzw. Geldwerte der Aktiv- und Passivseite der Bilanz sich entsprechen, sodaß die Wertänderungen, weil sie Vermögen und Schulden in gleicher Weise treffen, neutralisiert werden. Es ergibt sich hieraus die von Schmidt aufgestellte Forderung, daß „alle Realgüter der Aktivseite aus Eigenkapital, alle Geldforderungen und Geldbestände der Aktivseite aber durch Aufnahmen von Geldschulden zu beschaffen sind[18]).

Allerdings wird man auch hier nicht starr an der Regel festhalten können. Eine auch nach Schmidt unbedenkliche Durchbrechung ergibt sich schon aus der Tatsache, daß gegebenenfalls langfristige Schulden, die der Unternehmung auf lange Termine zur Verfügung stehen und deren Rückzahlung sie bestimmen kann, trotz nominaler Gebundenheit eigenkapitalähnlichen Charakter annehmen können. Eine Finanzierung von aktiven Realwerten durch langfristige Verbindlichkeiten braucht also nicht immer als ein Verstoß gegen das Prinzip ge-

---

[18]) Schmidt, F., Die organische Tageswertbilanz, a. a. O., S. 121.

wertet zu werden[19]). Auch sonst steht Schmidt auf dem Standpunkte, daß es aus ökonomischen Gründen nicht immer angebracht sein kann, die Grundsätze bis zum letzten anzuwenden[20]). Worauf es vor allem ankommt, ist die Erkenntnis der theoretischen Voraussetzungen und Zusammenhänge, die dem Unternehmer als Kompaß für seine Disposition dienen soll.

Wenn der Unternehmungsleiter sich über die Bedeutung der Geldwertschwankungen und deren Auswirkung auf die Unternehmung klar ist, dann kann er diese — durch bewußte Nichteinhaltung der Wertgleichheit in der Bilanz — in einer Weise ausnützen, daß ihm Geldwertspekulationsgewinne zufließen[21]). Allerdings bedeutet eine solche Finanzierungspolitik die Eingehung eines erheblichen Risikos, da man den zukünftigen Verlauf der Geldwertänderungen mit Sicherheit nicht vorauszuschätzen vermag.

Das Problem der Liquidität paßt sich dem der Wertgleichheit zwangslos ein. Es kommt darauf an, bei Wahrung der Wertgleichheit „auf die harmonische Abstufung der Fälligkeiten der Geldwerte beider Seiten"[22]) der Bilanz zu achten.

Das Prinzip der Wertgleichheit dient also der Erfüllung der Aufgabe, die Erhaltung des relativen Vermögenswertes gemessen an dem Marktpreis dieser Vermögensteile zu sichern. Der von Schmidt aufgestellte Grundsatz, der das Verhältnis von Aktiven und Passiven der Unternehmung regelt, ist also von umfassenderer Art, als es die bisher behandelten Regeln für die Proportionierung des Kapitals sein konnten, weil bei ihm die Bewegung der Gesamtwirtschaft die notwendige Beachtung findet.

B. Das Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital in den Industriebilanzen.

Nachdem in den vorangegangenen theoretischen Erörterungen die Bedeutung von Eigen- und Fremdkapital für die Unternehmung dargelegt wurde, wird in den folgenden Untersuchungen die tatsächliche Gestaltung des Kapitals der industriellen Unternehmungen aufgezeigt werden. Es interessiert dabei zuerst die Entwicklung der Eigenkapitalhöhe und deren Verhältnis zum Fremdkapital. Daran anschließend wird dann die Entwicklung von langfristigem und kurzfristigem Fremdkapital und das Verhältnis dieser beiden zueinander zu untersuchen sein.

1. Die Untersuchungsgrundlagen.

Das benötigte Zahlenmaterial wurde, abgesehen von der eigenen Bearbeitung von Einzelbilanzen, den Aufstellungen des statistischen

---

[19]) Schmidt, F., Die organische Tageswertbilanz, a. a. O., S. 125.
[20]) Ebenda, S. 123.
[21]) vergl. Schmidt, F., Die organische Tageswertbilanz, a. a. O., S. 329
[22]) Ebenda, S. 123.

Reichsamtes über die jährliche Entwicklung der Aktiengesellschaften entnommen. Solche Aufzeichnungen wurden zuerst für die Jahre 1926—1929 in den Vierteljahrsheften zur Statistik des Deutschen Reiches, 38. Jahrgang 1929 und 40. Jahrgang 1931, veröffentlicht. Die Bilanzzahlen der Jahre 1926—1928 wurden dieser Quelle entnommen[1]). In der Folge erschienen die statistischen Erhebungen in der Halbmonatsschrift „Wirtschaft und Statistik". Die Zahlen der Jahre 1929—1933 wurden auf Grund der genannten Veröffentlichungen zusammengestellt[2]).

Um den Grad der Brauchbarkeit der benutzten Bilanzzahlen erkennen zu lassen, erscheint es notwendig, die Art der Erhebung und die erfaßten Gesellschaften nach Zahl und Kapitalgröße zu charakterisieren. Zunächst ist darauf hinzuweisen, daß nur die sogenannten „Börsen- und Millionengesellschaften" in die Statistik aufgenommen wurden, also Gesellschaften, die entweder ein Nominalkapital von 1 Million und darüber aufweisen oder deren Aktien an einer deutschen Börse zugelassen sind.

Damit ist der Zahl nach eine große Reihe deutscher Aktiengesellschaften der Untersuchung nicht zugänglich. Von den im Geschäftsjahr 1926/27 (1. Juli 1926 bis 30. Juni 1927) bestehenden Gesellschaften wurden nur 26 v. H. der Anzahl nach, dagegen etwa 86% dem Kapital nach erfaßt[3]).

Eine weitere Einschränkung erfolgt dadurch, daß nur die Gesellschaften, deren Jahresabschluß zwischen dem 1. Oktober und 31. Dezember liegt, Berücksichtigung finden. Dadurch wird etwa $^1/_3$ der abschließenden Gesellschaften nicht erfaßt, die Vergleichbarkeit aber erhöht. Für das Geschäftsjahr 1927/28 ergibt sich folgende quartalsmäßige Verteilung in v. H.[4]):

	der Anzahl nach	dem Kapitel nach
Juli/September	13	15
Oktober/Dezember	70	67
Januar/März	5	8
April/Juni	12	10

In den einzelnen Jahren ist ein dauerndes Absinken der Zahl der erfaßten Gesellschaften festzustellen, eine Erscheinung, die teilweise auf

---

[1]) Die genauen Quellen: Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches, 38. Jahrg. Berlin 1929, II. Heft, S. 76 (für das Jahr 1926); desgl. (für das Jahr 1927); ebenda 40. Jahrg. Berlin 1931, I. Sonderheft S. 14/15 (f. d. Jahr 1928).

[2]) Wirtschaft und Statistik, 10. Jahrg. Berlin 1930, S. 689 (für das Jahr 1929); desgl. 11. Jg. Berlin 1931, S. 578 (für das Jahr 1930); desgl. 12. Jg. Berlin 1932, S. 477 (für das Jahr 1931); desgl. 13. Jg. Berlin 1933, S. 468 (für das Jahr 1932); desgl. 14. Jg. Berlin 1934, S. 538 (für das Jahr 1933).

[3]) Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches, 38. Jahrg., a. a. O., S. 69.

[4]) Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches, 38. Jahrg., a. a. O., S. 69.

einen Konzentrationsprozeß zurückzuführen ist, andererseits aber auch eine Unterbrechung der Kontinuität der Erhebung zum Grunde haben mag. So wird beispielsweise in den Vierteljahrsheften die Zahl aller erfaßten Gesellschaften mit Abschluß im 4. Quartal 1929 mit 2125 angegeben, während die Zahl für den gleichen Zeitraum in „Wirtschaft und Statistik" nur 1437 aufweist. Da in den folgenden Jahren nur noch die zuletzt genannte Quelle zur Verfügung steht, muß dieser sich durch die Unterbrechung der Kontinuität ergebende Mangel bezüglich der Auswertbarkeit des Zahlenmaterials in Kauf genommen werden.

Dieser Umstand bewirkt aber, daß nicht eine Untersuchung der absoluten Bilanzzahlen durchgeführt werden kann, sondern zweckmäßiger Relativzahlen errechnet und als Grundlage für die Untersuchung herangezogen werden müssen, da bei ihnen die Schwankung der Zahl der Unternehmungen, soweit sie aus statistischen Ursachen heraus entsteht, keine erhebliche Rolle spielt. Inwieweit die Konzentrationstendenzen die Zahlen beeinflussen müssen, wird an späterer Stelle dargelegt werden[5]).

Aus der Gesamtzahl der Bilanzen deutscher Aktiengesellschaften wurden die hier allein interessierenden der industriellen Unternehmungen ausgesondert. Es ergibt sich entsprechend der Gliederung der Statistik zunächst eine Zweiteilung nach „Industrie der Grundstoffe" und „Verarbeitende Industrie". Letztere wird dann weiterhin nach wichtigen Branchen aufgeteilt, die gesondert dargestellt werden. Darüber hinaus werden aus jeder Branche die Bilanzveröffentlichungen einzelner Unternehmungen herangezogen und verarbeitet, um an ihnen etwaige Erscheinungen, die durch die Zusammenziehung einer größeren Zahl von Bilanzdaten verdeckt und verschleiert werden, isoliert zu untersuchen.

Für die Jahre 1924 und 1925 sind vergleichbare Gesamtbilanzzahlen nicht vorhanden, sodaß diese beiden Jahre bei der Betrachtung der Gesamtentwicklung unberücksichtigt bleiben müssen. Dagegen liegt eine Vergleichserhebung der Goldmarkbilanzen mit den entsprechenden Bilanzen der Vorkriegszeit vor, die hier herangezogen werden muß, weil sie die Beobachtung der Veränderungen der Kapitalausstattung gegenüber 1914 gestattet.

2. Die Entwicklung des Eigenkapitals.

a. Das Eigenkapital in den Goldmarkbilanzen und Vergleich mit der Vorkriegszeit.

Mit der Verordnung über Goldbilanzen vom 28. Dezember 1923 wurde der Schlußstrich unter den ungeheuren Rechnungszusammenbruch der Inflationszeit gezogen[6]). Die Umstellung von den Papiermarkbilanzen auf Goldmarkbilanzen brachte für die deutschen Aktiengesellschaften eine große Reihe von Problemen mit sich, die vor allem darin lagen, daß den Unternehmungen jeder Maßstab aus der Vergangenheit

[5]) Vergl. S. 49 dieser Arbeit.

fehlte und die zukünftige Wirtschaftsgestaltung vollständig in Dunkel gehüllt war. Ueber die damals auftauchenden Fragen, die vorzugsweise Bewertungsprobleme waren, braucht in diesem Zusammenhange nicht mehr geschrieben zu werden[7]). Als Ergebnis in der Kapitalausstattung ergab sich eine starke Verschiebung sowohl der Eigenkapitalgröße als auch der Zusammensetzung des Gesamtkapitals gegenüber der Vorkriegszeit.

Ein Vergleich der Goldmarkbilanzen mit den Bilanzen der Vorkriegszeit kann allerdings nur unter gewissen Vorbehalten gemacht werden. Die Reichsmarkbilanzen wurden unter ganz anderen Verhältnissen als die Vorkriegsbilanzen aufgestellt, die insbesondere Preis und Zins betreffen, und außerdem haben die Unternehmungen trotz gleichen Namens teilweise starke strukturelle Wandlungen (Fusionen, Kapitalerhöhungen) erfahren.

Trotzdem lassen sich 3347 Vorkriegsgesellschaften, die nach der Stabilisierung Goldmarkbilanzen aufgestellt haben, zum Vergleich heranziehen, wobei die durch Fusionen eingetretenen Aenderungen von der Vergleichsstatistik berücksichtigt worden sind[8]).

Eine Betrachtung der absoluten Höhe des Aktienkapitals aller vergleichbaren Gesellschaften zeigt, daß gegenüber der Vorkriegszeit keine erheblichen Veränderungen eingetreten sind, während jedoch die Reserven stark abgenommen haben.

Zahl der Gesellschaften	Aktienkapital in Millionen Mark		Reserven in Millionen Mark	
	1913/14	1924	1913/14	1924
3347	12214,5	12812,4	3147,0	1748,0

(1924 = Reichsmarkeröffnungsbilanz).

Eine Untersuchung der verschiedenen Branchen offenbart dagegen, daß sich innerhalb der verschiedenen Gruppen das Aktienkapital stark verschoben hat.

Eine starke Zunahme des nominellen Aktienkapitals ist vor allem in der Industrie festzustellen:

Gewerbegruppe	Zunahme in % des Vorkriegskapitals
Chemische Industrie	227,1
Bergbau, Salinen	135,9
Eisen-Stahl-Metallwaren	134,4
Leder und Linoleum	130,2
Maschinen-, Apparate-, Fahrzeug- Schiffbau	129,5
Fahrzeugbau allein	152,7
Textilindustrie	124,5

---

[6]) Geldmacher, Kapitalbewertung und Kapitalerhaltung, in: Kapital und Kapitalismus, 2. Bd., a. a. O., S. 369.

[7]) vergl. hierzu Schmidt, F., Bilanzwert, Bilanzgewinn und Bilanzumwertung, Berlin 1924.

[8]) vergl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen: Die Reichsmarkumstellung der Aktiengesellschaften nach den Eintragungen bis September 1925, in: Wirtschaft und Statistik 5. Jahrg. Berlin 1925, S. 769 ff.

Ein wesentlich niedrigeres Aktienkapital weisen dagegen die Handelsunternehmungen, Banken, Unternehmungen des Verkehrswesens und die Versicherungen aus, die infolge mangelnder Anlageintensität die Erhaltung ihres Kapitals durch Sachwertanlagen nicht im gleichen Maße wie die Industrie sichern konnten.

Wesentlich ist weiterhin, welchen Anteil das eigene Kapital an der Gesamtheit der arbeitenden Mittel nimmt. Bei dieser Betrachtung zeigt sich erst die Wirkung der Inflation und die veränderte Lage gegenüber der Vorkriegszeit.

Es betrugen:

	1913/14	1924
Die eigenen Mittel:	33%	69%
Die fremden Mittel:	67%	31%

(1924 = Reichsmarkeröffnungsbilanz).

Aus diesen Zahlen ersieht man die starke Bedeutung, die das Eigenkapital erhalten hat, während die fremden Mittel infolge der nominalen Gebundenheit und geringer Aufwertung stark zurücktreten. Aber auch hier ist die Entwicklung nicht gleichmäßig verlaufen; obwohl bei allen Branchen eine starke Steigerung des Eigenkapitalanteils festzustellen ist:

	Eigenkapital		Fremdkapital	
	1913/14	1924	1913/14	1924
Bergbau-Salinen	67,6	86,5	32,3	13,5
Eisen- u. Metallgewinnung	58,6	69,4	41,4	30,6
Maschinen-, Apparate-, Fahrzeug-, Schiffbau	57,2	85,8	42,8	14,2
Elektrotechnische Industrie, Feinmechanik, Optik	61,3	77,7	38,7	22,3
Chemische Industrie	63,4	82,4	36,5	17,6
Textilindustrie	59,7	72,7	40,3	27,2
Papierindustrie	58,3	81,3	41,7	18,7
Leder- u. Linoleumindustrie	52,4	78,1	47,6	21,9

Das Ansteigen der eigenen Mittel in den Reichsmarkeröffnungsbilanzen führt Gerstner darauf zurück, daß die Eigenkapitalgröße von den Unternehmungen in absoluten Zahlen in der gleichen Höhe wie in den Vorkriegsbilanzen ausgewiesen wurde, sodaß bei stark vermindertem Gesamtkapital sich diese Bilanzierungspolitik zwangsläufig zu Lasten des Fremdkapitals auswirken mußte[9]).

Inwieweit sich die Gesellschaften bei der Umstellung das Vorkriegskapital zur Richtschnur für das Umstellungskapital nahmen d. h. an den Friedensbilanzen bewußt anknüpften, läßt sich ohne weiteres nicht klären. Sicherlich spielte die Bewertung der Aktive am Umstellungsdatum die größere Rolle und erst die Differenz von Vermögen minus Schulden dürfte maßgeblich für die endgültig

[9]) vergl. Gerstner, Bilanz-Schlüssel, a. a. O., S. 76.

Höhe des neuen Kapitals gewesen sein. Weil aber als Folge der „Flucht in die Sachwerte" Vermögensgegenstände bei fast völliger Abwertung der Schulden in ausreichender Zahl erhalten geblieben waren, mußte sich dies auf ein Anwachsen des Eigenkapitals auswirken. Bei einer Beurteilung der Bilanzzahlen darf man nicht, wie Gerstner es zu tun scheint, von den Gesamtzahlen des Aktienkapitals ausgehen, das, wie wir gesehen haben, nur zufällig die gleiche Größe in der Vorkriegszeit und in den Goldmarkbilanzen hat, sondern von den Daten der einzelnen Branchen, die aber erhebliche Abweichungen aufweisen und sich nur in ihrer Gesamtheit kompensieren.

Die Frage, ob die Eigenkapitalgröße in den Reichsmarkeröffnungsbilanzen richtig gewählt war, wird in den folgenden Untersuchungen geklärt werden. Eine teilweise Antwort in negativem Sinne kann aber schon jetzt durch den Hinweis gegeben werden, daß es den Aktiengesellschaften nicht gelungen ist, eine normale Verzinsung für das Aktienkapital zu erwirtschaften, und daß in den der Umstellung folgenden Jahren starke Kapitalreduktionen in Form von Sanierungen vorgenommen werden mußten.

Ein Vorschlag von Schmidt[10]), der bereits im Jahre 1924 publiziert wurde und der dahin ging, das Aktienkapital als solches niedrig zu bemessen und die bei Bewertung zum Tageswert überschießenden Kapitalteile als offene Entwertungsreserve erscheinen zu lassen, deren endgültige Behandlung der Zukunft, wenn klarere Verhältnisse vorliegen, zu überlassen sei, fand in der Praxis keinen Widerhall. Rückblickend kann man heute feststellen, daß eine solche Regelung manche Reibungen vermieden haben würde.

b. Die Eigenkapitalbewegung in den folgenden Jahren.

aa. Der Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital bis zum Jahre 1926.

Die Größe des Eigenkapitals in den Jahren nach der Stabilisierung war von verschiedenen Faktoren abhängig, die von innerwirtschaftlichen und außenwirtschaftlichen Momenten bestimmt wurden.

Zunächst ergab sich für die einzelnen Betriebe in den Reichsmarkeröffnungsbilanzen ein starkes Ueberwiegen der eigenen Mittel über das Fremdkapital. Da aber der Gegenwert des Eigenkapitals in der Hauptsache in Anlagen, also nicht schnell realisierbaren oder völlig illiquiden Vermögenswerten, angelegt war, und die nominalen Vermögenswerte insbesondere die Geldforderungen vernichtet waren, hatten die Unternehmungen Mangel an Betriebskapital. Es ergab sich so für die Unternehmungen die Lage, daß sie zwar ihrer Schulden ledig geworden waren, ihnen aber andererseits die Mittel zur reibungslosen Weiterführung des Betriebes fehlten.

---

[10]) Schmidt, F., Unternehmungswert und Kapitalbemessung in der Goldmarkbilanz, in: Z. f. B. 1924, S. 219.

Unter diesen Gesichtspunkten kann die hohe Ausstattung mit Eigenkapital nicht als eine günstige Konstitution bezeichnet werden. Es ist das Gegenteil der Fall. Die hohe Eigenkapitalgröße ergab sich bei den meisten Unternehmungen aus einem zu starken Ausbau der Anlagen, die nach der Inflation, weil nicht ausgenutzt und in Zukunft nicht mehr verwendbar, zum Teil wertlos geworden waren. Mit der Stabilisierung und in den folgenden Jahren zeigte sich, daß der Kapitalverzehr der in der Kriegszeit begonnen, sich durch die Inflation fortgesetzt und daneben eine umfangreiche Fehldisposition stattgefunden hatte[11]).

Die Unternehmungen hatten geglaubt, durch starke Erweiterung ihrer Anlagen sich vor der Geldentwertung zu retten, doch zeigte sich bei der Stabilisierung, daß die Betriebe für den Weiterbetrieb schlecht ausgerüstet waren. „Man verfügte über gewaltige Anlagen, aber nicht über die notwendigen Betriebsmittel. Grundstücke, Gebäude, Maschinen waren in Hülle und Fülle vorhanden, aber es fehlte das Geld, um sie im Betrieb zu halten, um die Arbeitslöhne zu bezahlen, kurz um sie wirtschaftlich arbeiten zu lassen"[12]).

Die Unternehmungen hatten also einen bedeutenden lang- und kurzfristigen Kapitalbedarf, den zu decken der deutsche Geld- und Kapitalmarkt zunächst nicht in der Lage war. Die Jahre nach der Inflation standen also im Zeichen stärkster Kreditnot, die erst ab 1926 mit dem stärkeren Einfließen ausländischer Gelder behoben werden konnte[13]).

Wie haben sich nun diese Verhältnisse auf das Eigenkapital der Unternehmungen ausgewirkt?

Zunächst mußten die Unternehmungen die Erfahrung machen, daß sie ihre Anlagen zu hoch bewertet hatten. So berichtet Meibes über die Verhältnisse in der Automobilindustrie: „Bei Lichte besehen, ließen sich die Bewertungsgrundlagen auf die Dauer nicht durchhalten und zwangen die Unternehmer zu einer Neuaufstellung ihrer Bilanzen, die dann in solchen Fällen ein wesentlich anderes Bild ergaben, mit dem Resultat, daß, wollten die Unternehmer sich nicht unter Geschäftsaufsicht stellen oder Konkurs anmelden, nur eine Sanierung durch Kapitalreduktion übrig blieb"[14]).

Im Jahre 1926 mußten Kapitalherabsetzungen um insgesamt über 1/2 Milliarde RM. durchgeführt werden. Weiter wurden bis zum Ende des

---

[11]) Schmidt, F., Die Faktoren des industriellen Kapitalbedarfs, a. a. O. S. 127.

[12]) Schacher, Die Kapitalbeschaffung der Aktiengesellschaften, Frankenstein i/Schl. 1926, S. 12.

[13]) vergl. Prion, Der deutsche Geld- und Kapitalmarkt seit der Stabilisierung, in: Strukturwandlungen der deutschen Volkswirtschaft, 2. Bd., Herausgeber Harms, Berlin 1928, S. 327.

[14]) Meibes, Die Entwicklung der deutschen Automobilindustrie, Diss. Halle 1926, S. 132.

gleichen Jahres fast 2000 Aktiengesellschaften mit einem Nominalkapital von ca. 1,3 Milliarden aufgelöst[15]).

Diese Entwicklung wurde durch die krisenhafte Entwicklung innerhalb der deutschen Wirtschaft, die starke Preisrückgänge mit sich brachte, beschleunigt. Der Index der reagiblen Warenpreise war von seinem Höchststand 173,9 im Januar 1925 auf 113,5 im Mai 1926 zurückgegangen[16]). Den hierdurch sich ergebenden Wertminderungen, die bei der üblichen Bilanzierungsweise als Verluste ausgewiesen wurden, waren viele schwach fundierte Unternehmungen, die der Inflationszeit ihre Entstehung verdanken, nicht gewachsen.

Auch auf die übrigen Betriebe wirkte sich der Preisrückgang schließlich in einer Verringerung des Eigenkapitals aus.

Die Unternehmungen hatten im Jahre 1926 den Kapitalmarkt in weit stärkerem Maße als in den vorangegangenen Jahren in Anspruch nehmen können, ebenso wurden erhebliche kurzfristige Kredite bei den Banken aufgenommen. Der Betrag der von privaten Unternehmungen emittierten Schuldverschreibungen betrug im Jahre 1926 322 Millionen RM. gegenüber 79 Millionen RM. im Jahre 1925[17]). Daß die Mittel, die der deutschen Wirtschaft von den Banken zur Verfügung gestellt wurden, eine Vergrößerung erfahren hatten, geht aus dem Anwachsen der Ausleihungen bei 10 Großbanken[18]) hervor, was durch folgende Tabelle veranschaulicht wird[19]):

Ausleihungen von 10 deutschen Großbanken in Millionen Mark.

	31. 12. 24.	31. 12. 25.	31. 12. 26.
Reports und Lombards	52,1	141,2	828,9
Warenvorschüsse	274,8	492,8	523,8
Schuldner i. laufdr. Rechn.	1805,2	2714,8	3317,9

Aus der dargestellten Entwicklung ergab sich ein relatives Absinken der Eigenkapitalsumme im Verhältnis zum Gesamtkapital. Der prozentuale Rückgang der eigenen Mittel wird durch die folgende Zahlenreihe, die Gerstner aus 110 Bilanzen von Maschinenbauaktiengesellschaften ermittelt hat, verdeutlicht[20]):

	1913	1. 1. 24.	31. 12. 24.	1925
Eigene Mittel	52%	74%	64%	95%
Fremde Mittel	48%	26%	36%	41%

---

[15]) Wirtschaft und Statistik.
[16]) Kurven und Zahlen zur Wirtschaftslage in Deutschland, Herausgeber: Institut für Konjunkturforschung, Berlin 1932, S. 20.
[17]) Wirtschaft und Statistik 1928.
[18]) vergl. Wirtschaft und Statistik 5. Jahrg. 1925, S. 813.
[19]) nach Wirtschaft und Statistik 7. Jahrg. 1927, S. 343.
[20]) Gerstner, Bilanz-Schlüssel, a. a. O., S. 76.

Das gleiche Bild bietet sich, wenn man die Zahlen der Goldmarkbilanzen mit den Bilanzzahlen des Jahres 1926 in anderen Industrien vergleicht[21]):

Maschinen-, Apparate- und Fahrzeugbau.

	1913/14	1924	1926
Eigene Mittel	57,2	85,8	59,8
Fremde Mittel	42,8	14,2	40,2

Chemische Industrie.

	1913/14	1924	1926
Eigene Mittel	63,5	82,4	65,7
Fremde Mittel	36,5	17,6	34,3

Elektrotechnische Industrie.

	1913/14	1924	1926
Eigene Mittel	61,3	77,7	57,3
Fremde Mittel	38,7	22,3	42,7

Textilindustrie.

	1913/14	1924	1926
Eigene Mittel	59,7	72,7	56,5
Fremde Mittel	40,3	27,3	43,5

Leder- und Linoleumindustrie.

	1913/14	1924	1926
Eigene Mittel	52,4	78,1	55,8
Fremde Mittel	47,6	21,9	44,2

Die vorstehenden Zahlenreihen lassen erkennen, daß das Eigenkapital der deutschen Industrieunternehmungen, das in den Reichsmarkeröffnungsbilanzen als außerordentlich hoch erschien, in den folgendeJahren der Tendenz unterliegt, sich den Verhältnissen, die in den Vorkriegsbilanzen bestanden, anzugleichen. Im weiteren Verlauf der Jahrzeigt sich jedoch, daß die relative Eigenkapitalgröße der deutschen Industriebilanzen keine einheitliche Bewegungstendenz aufweist, sondernach einem allmählichen Absinken bis etwa zum Jahre 1928 wiederzu steigen beginnt, wobei der prozentuale Anteil des Jahres 1926 sehstark überschritten wird.

bb. Die Bewegung des Eigenkapitals von 1926 bis 1933.

Bevor in eine Besprechung dieser Vorgänge eingetreten wird soll die aus den Zahlen der veröffentlichten Bilanzen errechnete Eigenkapitalbewegung dargestellt werden.

[21]) Die Zahlen wurden zusammengestellt nach Veröffentlichungen in Wirtschaft und Statistik (vergl. Fußnoten auf S. 37 und 39).

Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital in der verarbeitenden Industrie.

Jahr	Zahl der erfaßten Unternehmungen	Eigenkapital %
1926	1029	60,6
1927	1005	57,2
1928	966	56,3
1929	630	59,2
1930	627	61,1
1931	515	66,5
1932	443	67,6
1933	434	67,3

Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital in der Industrie der Grundstoffe.

Jahr	Zahl der erfaßten Unternehmungen	Eigenkapital %
1926	262	68,2
1927	258	68,7
1928	233	64,8
1929	231	65,3
1930	173	64,1
1931	134	66,2
1932	111	67,5
1933	128	66,8

Eine vergleichende Betrachtung der beiden Industriegruppen zeigt den vergleichsweise größeren Prozentsatz Eigenkapital in der Industrie der Grundstoffe, was mit deren Anlageintensität zu erklären sein dürfte. Allerdings hat sich bis zum Jahre 1932 der prozentuale Anteil der verarbeitenden Industrie stark gehoben und von 1933 ab ist der Eigenkapitalanteil dieser Industrie sogar noch etwas größer als der bei der Industrie der Grundstoffe. Rein äußerlich betrachtet ergibt sich dies aus den verschieden starken Bewegungen der Zahlenreihen beider Gruppen in den auf das Jahr 1926 folgenden Jahren.

Das bereits im Jahre 1925 beginnende Sinken des Kapitalanteils setzt sich bei der verarbeitenden Industrie nur bis zum Jahre 1928 fort und steigt von da ab bis zum Jahre 1932 wieder stark an. Eine etwas uneinheitliche Bewegung zeigt der Kapitalanteil der Grundstoffindustrie; der niedrigste Stand wird hier erst 1930 erreicht; er erhöht sich dann in den folgenden Jahren etwa wieder auf den Stand von 1926.

Es soll nun versucht werden, die Ursachen der Kapitalbewegung der verarbeitenden Industrie aufzudecken. Vor allem scheint das starke Ansteigen des Eigenkapitalanteils in den Jahren der Krise nicht mit den vorangegangenen theoretischen Erörterungen in Einklang zu stehen. Es mußte darnach angenommen werden, daß durch die Entwertung der Aktivbestände als Folge der Inflation nach der üblichen Bilanzierungsweise

Verluste in Erscheinung treten, die sich im Sinne einer Minderung des Eigenkapitalanteils auswirken. Wenn diese Wirkung aber nicht eingetreten ist, so ist das damit zu erklären, daß eine große Reihe weiterer Faktoren wirksam war, die sich gegenseitig kompensierten bzw. verstärkten, und erst die Resultate der verschiedenen Komponenten ergibt die Bewegungsrichtung.

cc. Die Bestimmungsgründe der Eigenkapitalbewegung.

Die errechnete Prozentzahl für das Eigenkapital wird zunächst von zwei Größen bestimmt, der absoluten Höhe des Eigenkapitals, das wieder aus Nominalkapital und Reserven zusmmengesetzt ist, und der Höhe des Fremdkapitals.

Auf welche Ursache kann nun eine Veränderung der Eigenkapitalgröße zurückgeführt werden? Berücksichtigt werden muß, daß es sich bei den vorliegenden Untersuchungen nicht um eine einzige Unternehmung handelt, sondern daß ihnen eine Vielzahl von Betrieben zugrunde liegt. Unter dieser Voraussetzung tragen folgende Erscheinungen zu einer Steigerung der Größe des Eigenkapitals bei:

1). Die durchschnittliche Kapitalgröße neugegründeter Firmen überwiegt die bereits bestehender.
2.) Kapitalerhöhungen.
3.) Fusionen.
4.) Selbstfinanzierung.

Im Sinne einer Verkleinerung des Eigenkapitals wirken folgende Momente:

1.) Die durchschnittliche Kapitalgröße der aufgelösten Unternehmungen ist größer als die der bestehenden.
2.) Kapitalherabsetzungen (Sanierungen).
3.) Vermögenswertminderung wird als Kapitalverlust behandelt (Verlustausweis).

Hinsichtlich des Fremdkapitals bewirkt jede Erhöhung desselben ein Herabdrücken des Eigenkapitalanteils, während eine Verminderung die umgekehrte Wirkung hat.

Der Untersuchungszeitraum kann in folgende zwei Abschnitte zerlegt werden:

1926—1928 (Sinken des Eigenkapitalanteils) und
1929—1932 (Steigen des Eigenkapitalanteils)

Die Betrachtung der durchschnittlichen Entwicklung des Eigenkapitals pro Unternehmung ergibt folgendes Resultat:

Jahr	Durchschnittliches Aktienkapital pro Unternehmung in Mill. RM.	Durchschnittlich ausgewiesene Reserve pro Unternehmung in Mill. RM.
1926	3,99	0,59
1927	4,31	0,65
1928	4,86	0,80

Aus diesen Zahlen ergibt sich, daß sowohl das Aktienkapital als auch die Reserven eine steigende Tendenz gehabt haben. Diese Entwicklung blieb nicht auf die Unternehmungen, die der Untersuchung zugrunde liegen, beschränkt, sondern sie ist für alle Aktiengesellschaften in diesem Zeitraum typisch.

Bewegung des Aktienkapitals aller deutschen Aktiengesellschaften[22]).

	1926	1927	1928
Zahl der Gesellschaften	12343	11966	11690
Neugründungen			
Zahl	231	360	356
Nominalkapital der Neugründungen in Mill. RM.	214,0	350,5	329,3
Kapitalerhöhungen			
Nominal in Mill. RM.	2413,1	1651,1	1761,6
Nominalkapitalzuwachs in Mill. RM.	2627,1	2001,6	2090,9
Kapitalherabsetzung			
Nominal in Mill. RM.	503,4	509,6	278,7
Auflösungen Nominal-Kap.	623,7	484,0	595,8
Nominalkapitalabnahme in Mill. RM.	1127,1	993,6	878,5
Ueberschuß am Nominal-Kapital in Mill. RM.	1500,0	1008,0	1212,4

Die Aufstellung läßt erkennen, daß es vor allem die Kapitalerhöhungen, die die Kapitalherabsetzungen überschreiten, sind, die ein Ansteigen des Nominalkapitals der Aktiengesellschaften verursacht haben. Verstärkend wirkt noch das Absinken der Zahl der Gesellschaften, sodaß sich das erhöhte Nominalkapital auf eine geringere Zahl von Unternehmungen verteilt.

Wenn trotz des Ansteigens der absoluten Eigenkapitalgröße ein Absinken des prozentualen Anteils am Gesamtkapital von 60,6% im Jahre 1926 auf 56,3% im Jahre 1928 eingetreten ist, dann läßt dies auf eine starke Aufnahme von Fremdkapital schließen, die auch zahlenmäßig nachweisbar ist.

Jahr	Durchschnittliches Fremdkapital pro Unternehmung in Mill. RM.
1926	3,06
1927	3,85
1928	4,51

[22]) nach Wirtschaft und Statistik 13. Jahrg. Berlin 1933, Seite 374.

In dem untersuchten Zeitraum konnten die Unternehmungen durch die einfließenden Auslandsgelder ihren starken Kapitalbedarf befriedigen, wobei sich zeigt, daß die Aufnahme von Fremdkapital leichter gewesen sein muß, als die Emission von Anteilspapieren. Kennzeichnend für die damalige Geld- und Kapitalmarktlage ist die Erscheinung, daß die kurzfristigen Mittel die langfristigen um etwa das Fünffache überstiegen.

Der untersuchte Zeitraum, der im ganzen gesehen als eine Periode ansteigender Konjunktur anzusehen ist, zeigt also ein Ansteigen des Eigenkapitals bei gleichzeitig relativ noch größerem Zuwachs an fremden Mitteln. Diese Entwicklung tritt nicht nur in den zusammengefaßten Bilanzen aller industriellen Branchen zu Tage, sondern sie kehrt auch, wie später gezeigt werden wird, in den Branchebilanzen wieder, sodaß sie als allgemeingültig angesehen werden muß.

In den folgenden Jahren tritt eine Umkehr in der Bewegungstendenz des Eigenkapitalanteils ein[23]); bereits im Jahre 1929 ist eine erhebliche Steigerung festzustellen, die sich bis 1931 fortsetzt. Auch im Jahre 1932 schreitet diese Entwicklung, wenn auch verlangsamt, vorwärts, während das Jahr 1933 bereits eine Stagnation erkennen läßt.

Um den bilanzmäßigen Ursachen dieser Verhältnisse nachzugehen, soll auch hier wieder die absolute Bewegung des Aktienkapitals und der Reserven, umgerechnet auf eine Unternehmung, gebracht werden.

Jahr	Ø Aktienkap. pro Unternehmung in Mill. RM.	Ø ausgewiesene Reserve pro Unternehmung in Mill. RM.	Ø Eigenkapital pro Unternehmung in Mill. RM.
1929	6,12	1,15	7,27
1930	6,10	1,45	7,55
1931	5,96	1,36	7,32
1932	5,95	1,31	7,26
1933	6,12	1,25	7,37

Die vorstehende Aufstellung zeigt, daß die absolute Höhe des Eigenkapitals in der untersuchten Periode nur geringfügigen Schwankungen unterworfen gewesen ist; immerhin ist ein leichtes Absinken der Durchschnittsziffer bis zum Jahre 1932 festzustellen. Es folge ein Vergleich der Eigenkapitalbewegung aller deutschen Aktiengesellschaften:

---

[23]) vergl. die Tabelle auf Seite 45.

Bewegung des Aktienkapitals aller deutschen Aktiengesellschaften in Mill. RM.[24]).

	1929	1930	1931	1932
Zahl der Gesellschaften	11344	10970	10437	9634
Neugründungen				
Zahl	321	268	188	80
Nominalkapital in Mill. RM.	570,0	559,7	543,5	93,4
Kapitalerhöhungen				
Nominalkapital in Mill. RM.	1139,5	754,3	818,8	233,0
Nominalkapitalzuwachs	1709,5	1214,0	1362,0	326,4
Kapitalherabsetzung in Mill. RM.	230,3	311,8	339,7	2249,1
Auflösungen	595,8	544,1	562,4	470,9
Kapitalabnahme	826,1	855,9	902,1	2720,0
Zuwachs an Nominalkapital	883,4	358,1	460,2	./. 2393,6

Die Tabelle läßt folgendes erkennen: In den Jahren ab 1930 nimmt der Zuwachs an Nominalkapital aller deutschen Aktiengesellschaften stark ab, und im Jahre 1932, dem Jahre der Sanierungen, werden die durch die Krise eingetretenen Vermögenswertminderungen in einer außerordentlich großen Reihe von Sanierungen bilanzmäßig als Kapitalverlust ausgewiesen. Wenn diese Entwicklung trotzdem nicht zu einer wesentlichen Verminderung des Nominalkapitals der großen industriellen Unternehmungen geführt hat, so ist die Ursache darin zu suchen, daß sich eine starke Konzentrationstendenz durchgesetzt hatte, die sich in einem Zusammenschluß von Unternehmungen im Wege der Fusion äußerte[25]). Durch die Zusammenschlüsse verringerte sich die Zahl der Unternehmungen bei gleichzeitiger Erhöhung des Nominalkapitals der übernehmenden Gesellschaften. Die Kapitaleinbußen in der Industrie, die hier stärker gewesen sein müssen, als sich aus der allgemeinen Tabelle erkennen läßt, wurden dadurch statistisch wieder ausgeglichen.

Wenn also das Eigenkapital in seiner absoluten Höhe infolge der geschilderten Tendenz etwa gleich geblieben ist, dann muß die prozentuale Steigerung des Eigenkapitals im Verhältnis zum Gesamtkapital auf einen Rückgang der industriellen Verschuldung zurückgeführt werden. Tatsächlich ist auch ein Absinken des Fremdkapitals in den Jahren 1929 bis 1933 festzustellen:

---

[24]) nach Wirtschaft und Statistik, 13. Jahrg. Berlin 1933 S. 374.
[25]) vergl. Wirtschaft und Statistik, 14. Jahrg. Berlin 1934, S. 120 f.

Jahr	Durchschnittliches Fremdkapital pro Unternehmung in Mill. RM.
1929	5,15
1930	4,86
1931	3,80
1932	3,61
1933	3,72

Es zeigt sich hier die bekannte Tatsache, daß die Unternehmungen in den Jahren der Krise, die infolge Nichtbeschäftigung von Vermögenswerten eine Verbesserung der Liquidität zur Folge zu haben pflegt, die sonst brach liegenden flüssigen Mittel dazu benutzen, ihre Verpflichtungen abzudecken. Die abnehmende Verschuldung bewirkt, daß das Eigenkapital wieder stärker in Erscheinung tritt.

Auch in der Deflationsperiode zeigen die Branchebilanzen die analogen Bewegungserscheinungen wie die Gesamtbilanz der verarbeitenden Industrie. Dies wird aus den nachstehenden Zahlen deutlich:

Der Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital in verschiedenen industriellen Branchen.

Jahr	Maschinen-, Apparate-, Fahrzeugbau		Herstellung von Eisen-, Stahl- u. Metallwaren		Chem. Ind.	
	Zahl	%	Zahl	%	Zahl	%
1926	208	59,8	62	70,8	110	65,7
1927	205	52,7	62	66,1	107	67,0
1928	193	48,8	60	66,0	108	61,9
1929	107	54,9	36	68,5	78	64,6
1930	106	56,4	36	70,4	78	65,7
1931	89	61,5	23	79,8	65	69,6
1932	76	60,0	18	78,9	32	69,2
1933	84	63,3	20	74,5	33	70,9

Jahr	Elektrotechnische Industrie		Textil-Industrie		Leder- und Linoleumind.	
	Zahl	%	Zahl	%	Zahl	%
1926	41	57,3	247	56,5	30	55,8
1927	40	52,6	237	52,0	30	50,9
1928	43	54,5	230	54,6	30	50,4
1929	34	53,4	152	56,8	15	55,1
1930	34	56,6	150	57,2	15	61,3
1931	32	57,2	128	68,5	15	63,7
1932	28	64,7	116	69,2	13	66,3
1933	23	60,0	106	64,0	9	69,3

Jahr	Papierverarbeitung		Bekleidungsindustrie	
	Zahl	%	Zahl	%
1926	9	71,0	26	62,2
1927	9	65,2	26	55,4
1928	10	61,5	25	57,3
1929	4	65,2	10	50,2
1930	4	70,1	10	56,6
1931	3	87,7	10	74,6
1932	5	73,6	6	78,6
1933	5	74,7	4	79,9

Die Untersuchung der zusammengefaßten industriellen Bilanzen ergibt, daß sich zwar eine allgemeine Entwicklung der Eigenkapitalbewegung feststellen läßt, dagegen lassen sich die Ursachen, die diese Entwicklung herbeigeführt haben, nur in rohen Zügen aufzeigen. Das hängt damit zusammen, daß sehr verschiedenartige Komponenten wirksam sind, die aber im einzelnen nicht verfolgt werden können. Aus diesem Grunde wurde noch eine Reihe Bilanzen einzelner Unternehmungen analysiert, um festzustellen, ob bei der Betrachtung der Einzelzahlen sich wesentliche Abweichungen von der Gesamtentwicklung ergeben. Das ist aber, wie aus der nachstehenden Tabelle ersichtlich ist, nicht der Fall. Vielmehr kommt die bereits festgestellte Eigenkapitalbewegung bei den meisten Unternehmungen in verstärktem Maße zum Ausdruck.

Der Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital bei einzelnen industriellen Unternehmungen.

Jahr	Ilseder Hütte	Ph. Holzmann A.G.	Masch.-Fabr. Buckau	Chem. Werke vorm. H. & E. Albert
	%	%	%	%
1924 G. E.[26])	88,6	—	77,6	—
1924 Dez.	71,6	64,4	72,6	70,0
1925	70,3	59,9	69,3	70,5
1926	71,5	62,3	72,6	69,5
1927	61,4	62,6	59,0	65,7
1928	52,4	56,2	59,0	72,1
1929	42,4	55,9	58,4	63,0
1930	54,3	50,7	68,2	67,4
1931	64,3	40,2	69,0	95,5
1932	63,7	39,4	66,1	94,2
1933	66,5	51,6	76,0	94,0

[26]) G. E. = Goldmarkeröffnungsbilanz.

Jahr	Kammgarn-Spinnerei Düsseldorf	Stader Leder-Fabrik	Heidenauer Papierfabrik
	%	%	%
1924 G. E.	99,0	—	71,4
1924 Dez.	97,4	63,6	58,7
1925	93,1	60,5	48,5
1926	96,5	67,5	52,4
1927	96,0	64,6	58,5
1928	49,4	60,7	70,2
1929	46,4	65,7	68,0
1930	54,3	67,9	80,1
1931	53,1	84,0	90,0
1932	50,9	93,3	89,3
1933	48,4	91,3	84,3

Eine Besprechung der Entwicklung der Kapitalausstattung einzelner Unternehmungen wird dadurch erleichtert, daß die Angaben in den Geschäftsberichten mit herangezogen werden können. Schwierigkeiten infolge ungenauer Bilanzierung und Nichtbekanntgabe wichtiger Veränderungen stehen aber auch hier einer eingehenden Durchleuchtung der Kapitalbewegung entgegen.

Die Ilseder Hütte weist trotz konstanten Aktienkapitals und wenig veränderter Reserven bis 1930 einen von 64,4% (1924) bis 50,7% (1930) sinkenden Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital aus. Auch hier wird die zu beachtende Bewegungstendenz durch das Ansteigen der fremden Mittel ausgelöst.

Im Jahre 1931 mußte eine Anpassung der Vermögenswerte an den Tageswert vorgenommen werden. „Wir haben uns darauf eingestellt, daß die Preislage der Nachinflationszeit vorüber ist, und daß die Preise bis auf weiteres sich auf einer viel tieferen Ebene bewegen werden. Die allgemeine Preissenkung mußten wir auch berücksichtigen durch eine Neubewertung aller in den letzten 8 Jahren errichteten Anlagen“[27]). Dies wurde durch einen Kapitalabstrich erreicht, indem das Aktienkapital von 64,5 Mill. RM. auf 42,6 Mill. RM. herabgesetzt wurde. Die fremden Mittel veränderten sich in diesem Jahre nur wenig, sodaß als Folge der Sanierung der Eigenkapitalanteil eine weitere starke Senkung auf 40,2% des Gesamtkapitals erfuhr. Eine Steigerung der Verbindlichkeiten im folgenden Jahre ließ den prozentualen Anteil des Eigenkapitals trotz verstärkter Reservebildung weiter — wenn auch nur geringfügig — absinken. Das Ansteigen der eigenen Mittel um über 12% auf 51,6% des Gesamtkapitals im Jahre 1933 ist auf außerordentliche Umstände zurückzuführen. Die von der Unternehmung aufgenommene Dollarschuld wurde auf der Basis von RM. 3.— für einen Dollar in Titel deutscher Währung umgewandelt. Außerdem wurde ein Teil kurzfristiger Verpflichtungen,

[27]) Geschäftsbericht der „Ilseder Hütte“ für das Jahr 1931, S. 6.

die auf amerikanische Währung lauteten, zum niedrigen Dollarkurse zurückgezahlt. Hieraus ergaben sich einmal eine Verminderung der Verpflichtungen und andererseits außerordentliche Erträgnisse, die, auf Reserve zurückgestellt, eine Vermehrung des Eigenkapitals um etwa 10,4 Mill. RM. zur Folge hatten.

Philipp Holzmann A. G. Bei der Umstellung auf Reichsmark ergab sich bei dieser Unternehmung die bereits allgemein festgestellte Tatsache eines starken Ueberwiegens des Eigenkapitals gegenüber den Schulden. In der Goldmarkeröffnungsbilanz stehen 22,09 Mill. G.M. Eigenkapital nur 2,8 Mill. G.M. Schulden gegenüber. In der Schlußbilanz des Jahres 1924 wurden 20,09 Mill. Aktienkapital und 2 Mill. Reserven ausgewiesen. Die Schulden, vorwiegend die kurzfristigen Verbindlichkeiten, haben sich bereits im ersten Jahre der Stabilisierung stark erhöht, sodaß sich ein sinkender Kapitalanteil ergibt. Bei nominal in gleicher Höhe ausgewiesenem Aktienkapital und nur bis zum Jahre 1927 steigendem, von da ab konstantem Reserveausweis, erhöhten sich die kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten von Jahr zu Jahr beträchtlich. Im Jahre 1929 unterschritt das Eigenkapital mit 42,4% Anteil am Gesamtkapital die fremden Mittel. Im folgenden Jahr steigt der Prozentsatz des Eigenkapitals wieder, weil ein im Jahre 1928 für mehrere Jahre aufgenommener Dollarvorschuß über ca. 5 Mill. RM. etwa zur Hälfte zurückgezahlt worden ist. Auch die sich im Jahre 1931 fortsetzende Steigerung des Eigenkapitalanteils ist auf Abdeckung von Verbindlichkeiten, diesesmal von etwa 5 Mill. RM. kurzfristiger Schulden, zurückzuführen.

Im Jahre 1932 wurde teils durch Einzug eigener Aktien (1,1 Mill. RM.), teils durch Zusammenlegung eine Kapitalreduktion von 20,09 Mill. RM. durchgeführt. Hierzu gibt die Gesellschaft folgende Begründung: Bei der Goldmarkumstellung im Jahre 1924 „wurden einzelne Bilanzposten, wie Grundstücke und Gebäude, Geräte und Baueinrichtungen unter dem Einfluß einer sich belebenden Konjunktur und eines hohen Warenindexes bewertet. Die damaligen Bewertungsgrundlagen können jedoch angesichts der inzwischen eingetretenen Entwicklung nicht aufrecht erhalten werden. Die Neubeschaffungswerte der Geräte und Baumaterialien sind erheblich gesunken . . . Die Schätzungswerte der Grundstücke und Häuser sind ebenfalls stark zurückgegangen"[28]).

Gleichzeitig mit der Kapitalreduktion wurden erhebliche Kreditorenbeträge, so der Rest des Dollarvorschusses mit etwa 2,5 Mill. RM. zurückgezahlt. Deshalb erscheint der Anteil des Eigenkapitals nur wenig kleiner als im Vorjahre.

Im Jahre 1933 wurde wiederum eine geringfügige Kapitalreduktion (um 420 000 RM.) durch Einzug eigener Aktien durchgeführt. Da auch die Verschuldung rückläufige Tendenzen zeigte, ist der Eigenkapitalanteil wieder etwas gestiegen.

---

[28]) Geschäftsbericht der „Philipp Holzmann A. G." für das Jahr 1932, S. 5 f.

Auch die Maschinenfabrik Buckau, die im Jahre 1927 mit der R. Wolf A. G. fusionierte und von da ab Maschinenfabrik Buckau — R. Wolf A. G. firmiert, zeigt die bekannte Eigenkapitalbewegung. Bei der Goldmarkumstellung betrug der Anteil des Eigenkapitals noch 77,6%; er ging in den folgenden Jahren zurück und war bis zum Jahre 1928 auf 58,4% gesunken. Hier ist wiederum die Vermehrung des Fremdkapitals der Grund für das Zurückgehen des Prozentsatzes der eigenen Mittel. Es ist darauf hinzuweisen, daß die Erhöhung des Aktienkapitals von 6 auf 12 Mill. RM. im Jahre 1927 zum Zwecke der Fusion keinerlei Aenderung des prozentualen Anteils des Eigenkapitals am Gesamtkapital zur Folge gehabt hat, weil sich die Verbindlichkeiten im gleichen Maße vermehrten.

Die Erhöhung der relativen Eigenkapitalgröße setzt bei der vorliegenden Unternehmung bereits im Jahre 1929 ein und ist auf eine Verminderung der kurzfristigen Schuld zurückzuführen. Da die Bilanzposition Kreditoren aus Gläubigern und Anzahlungen zusammengesetzt ist, dürfte die Abnahme vor allem aus einem Zurückgehen der Anzahlungen zu erklären sein, was wiederum mit der rückläufigen Konjunktur, von der der Geschäftsbericht des Jahres 1929 spricht, im Zusammenhange steht. Die gleichen Ursachen haben auch im folgenden Jahre dahin gewirkt, den Eigenkapitalanteil, wenn auch unwesentlich, zu verstärken.

Im Jahre 1931 ließ eine Herabsetzung des Grundkapitals von 12 auf 10 Mill. RM. die Eigenkapitalziffer wieder etwas herabsinken, doch wurde dies im nächsten Bilanzausweis bereits stark überkompensiert. Die Gründe hierfür liegen in einer Unterbrechung der Bilanzkontinuität; es werden jetzt erhebliche Rückstellungen gesondert ausgewiesen, die bisher in den Kreditoren enthalten waren. Der Geschäftsbericht sagt hierüber: „Ein Vergleich der Rückstellungen mit denen des Vorjahres ist infolge der veränderten Gliederung der Bilanz nicht möglich, da die Rückstellungen bisher unter anderen Passivposten geführt worden sind“[29]).

Die geringere Prozentziffer im Jahre 1933 ist in dieser Unternehmung auf besondere Ursachen zurückzuführen. Die Verschlechterung der Dollarwährung brachte dem Werk, das Forderungen in dieser Währung hatte, große Kursverluste. „Durch das ständige Absinken der Dollarwährung erlitten wir erhebliche Einbußen“[30]). Diese wirkten sich sowohl in einer Verringerung der Rückstellungen als auch des Eigenkapitals aus. Umgekehrt hatte der Konjunkturumschwung eine Erhöhung der Kreditoren zur Folge. „In der Erhöhung der Anzahlungen von Kunden sowie der Verbindlichkeiten auf Grund von Warenlieferungen kommt die bessere Beschäftigung unserer Werke zum Ausdruck“[31]).

---

[29]) Geschäftsbericht der „Maschinenfabrik Buckau R. Wolf A. G.“, für das Jahr 1932, S. 6.
[30]) Ebenda, für das Jahr 1933, S. 5.
[31]) Geschäftsbericht der „Maschinenfabrik Buckau R. Wolf A. G.“ für das Jahr 1933, S. 6.

Beide Erscheinungen mußten sich auf das Verhältnis des Eigenkapitals zu den gesamten Mitteln auswirken, und sie erklären das Absinken des Prozentsatzes um beinahe 15%.

Die Chemischen Werke vorm. H. u. E. Albert weisen in den Jahren 1924—1928 gleich hohes Grundkapital und unveränderte Reserven aus. Das Schwanken der Prozentziffer für das Eigenkapital steht also in direkter Abhängigkeit von der Bewegung der Verbindlichkeiten, die bereits im Jahre 1928 den ersten Tiefstand erreichen.

Das starke Anschwellen dieses Postens auf fast das Doppelte im folgenden Bilanzausweis beruht nicht auf betrieblichen Notwendigkeiten, sondern darauf, daß Beteiligungsaktien in Höhe von fast 3 Mill. RM. auf Kredit beschafft wurden. Das Eigenkapital wurde durch Zuweisung eines Betrages von 0,8 Mill. RM., der aus Entschädigung für liquidierten Auslandsbesitz stammt, um diese Summe erhöht. Wegen des stärkeren Anwachsens der Kreditoren erfährt der Eigenkapitalanteil trotzdem eine Senkung um 9% auf 63,0%.

Die durch den Ankauf der Wertpapiere angespannte Finanzlage erfuhr im Jahre 1930 insofern eine Korrektur, als ein größerer Posten wieder abgestoßen und der Erlös zur Schuldabdeckung benutzt wurde. Aus der Verringerung der Kreditoren bei fast gleichem nominalen Ausweis des Eigenkapitals errechnet sich ein erhöhter Anteil des letzteren am Unternehmungskapital.

Die Anpassung der Unternehmung an die durch die Krise des Jahres 1931 geschaffenen Verhältnisse wurde durch folgende Maßnahmen vorgenommen: „Die im Laufe des Jahres eingetretenen Preisermäßigungen machten Sonderabschreibungen auf Vorräte notwendig, die zu Lasten der Gewinn- und Verlustrechnung genommen wurden und dadurch das Ergebnis ungünstig beeinflußt haben“[32]). Die Anlagen und insbesondere die Beteiligungen wurden an das herrschende Preisniveau durch Verminderung der offenen Reservekonten angeglichen. Auch diese Unternehmung berichtet, daß unter den Kreditoren Reservekonten verbucht waren, die nunmehr zur Auflösung gelangten. Die Kreditoren wurden durch Abstoßen von Beteiligungseffekten, die zum Einstandspreis zurückgegeben werden konnten, zu einem großen Teil zurückgezahlt. Durch diese Transaktion stieg das Eigenkapital von 67,4% auf 95,5% des Gesamtkapitals, und es hat sich, da die Kreditoren keine wesentliche Aenderung erfuhren, auch in den folgenden Jahren auf dieser Höhe gehalten.

Die Kammgarnspinnerei Düsseldorf hat vom Jahre 1924 bis zum Jahre 1927 fast ausschließlich mit eigenen Mitteln gearbeitet, die in nahezu unveränderter Höhe ausgewiesen wurden. Die niedrige Kreditorenziffer ist darauf zurückzuführen, daß die Gesellschaft bis zum Jahre 1930 vorwiegend in Lohn beschäftigt gewesen ist.

---

[32]) Geschäftsbericht der „Chemischen Werke vorm. H. u. E. Albert“ für das Jahr 1931, S. 5.

Im Jahre 1927 wurde eine in Schwierigkeiten geratene Unternehmung hinzugekauft und zwar, wie der Geschäftsbericht aussagt und die Bilanzziffern erkennen lassen, mit geborgtem Gelde. Der Anteil der Eigenkapitalziffer ging aus diesem Grund auf fast die Hälfte des vorangegangenen Jahres (49,4%) zurück. Diese Tendenz setzt sich auch im folgenden Jahre infolge wachsender Verpflichtungen, wenn auch wesentlich langsamer, fort.

Der Geschäftsbetrieb der Unternehmung wurde ab 1930 wieder im vollen Umfange auf eigene Rechnung geführt, die notwendigen Mittel durch eine Kapitalerhöhung von 1,5 auf 3 Mill. RM. beschafft. Die eigenen Mittel sind hierdurch wieder etwas angestiegen und zwar bei Vermehrung der Kreditoren auf 54,3%. In dem folgenden Jahre der Krise errechnete die Unternehmung beträchtliche Verluste, die die Reserven aufzehrten und in Verbindung mit wachsenden Schulden wieder ein Zurückgehen des Eigenkapitalanteils verursachten.

Die Stader Lederfabrik weist von 1924—1931 gleichbleibendes Nominalkapital und gleichbleibende Reserven aus. Infolgedessen ist die Eigenkapitalbewegung auch hier ausschließlich von der Entwicklung des Fremdkapitals abhängig. Der tiefste Stand der Prozentzahl wird im Jahre 1928 (60,7%) erreicht, während die Schuldabtragung in der Krise ein Steigen der Eigenkapitalziffer (1931 = 84%) zur Folge hat. Maßgeblich für das Sinken des Fremdkapitals dürfte außerdem die starke Preissenkung für das Rohmaterial (Häute) gewesen sein.

Im Jahre 1932 wurde das Aktienkapital von 3,6 auf 3.3 Mill. RM. durch Einzug eigener Aktien vermindert. Die weitere Verminderung der Debitoren ließ die Eigenkapitalziffer in den Jahren 1932 und 1933 auf über 90% des Gesamtkapitals ansteigen.

Die Anteilssumme des Eigenkapitals am Gesamtkapital erscheint auch bei der Heidenauer Papierfabrik in den Jahren des Aufschwungs am niedrigsten. Die Steigerungen der Prozentzahl der eigenen Mittel in der Krise ergibt sich bei gleichbleibendem nominalen Aktienkapital aus der Verminderung der Verpflichtungen.

3. *Die Entwicklung des Fremdkapitals.*

a. Die Bewegung des Fremdkapitals.

Bei der Untersuchung des Eigenkapitals war es notwendig, bereits auch auf die Bewegung des Fremdkapitals einzugehen, denn zwischen beiden Kapitalgrößen bestehen insofern enge rechnerische Beziehungen, als bei der Aufstellung einer Prozentbilanz beide sich stets auf 100 ergänzen. Jedes Steigen oder Sinken des Eigenkapitals muß also eine entsprechende Gegenbewegung des Fremdkapitals hervorrufen. Obwohl sich aus diesem Grunde der Anteil des Gesamtfremdkapitals aus den auf Seite 97, 99, 111 f., 113 angeführten Tabellen ohne weiteres errechnen läßt, sei er doch für die Gruppe der verarbeitenden Industrie hier wiedergegeben:

Jahr	Zahl	Anteil des Fremdkapitals am Gesamtkapital in %
1926	1029	49,4
1927	1005	42,8
1928	966	43,7
1929	630	40,8
1930	627	38,9
1931	515	33,5
1932	443	32,4
1933	434	32,7

Das Steigen des Fremdkapitals bis zum Jahre 1928 ist aus den Kapitalbedürfnissen der Betriebe heraus zu erklären, wobei die Entwicklung des Geld- und Kapitalmarktes den Unternehmungen dem Bestreben nach Kapitalaufnahme zu Hilfe kam. Den Kapitalbedarf der deutschen Unternehmungen hat Prion nach vorwiegend chronologischen Gesichtspunkten systematisiert. Er unterscheidet drei Arten[33]):

1. Der Sanierungsbedarf.
2. Der Kapitalbedarf für die Reorganisation der Betriebe.
3. Der Erweiterungsbedarf.

Während der Sanierungsbedarf bis zu den Jahren 1926/27 als gedeckt gelten konnte, machte sich der Reorganisationsbedarf und der Erweiterungsbedarf länger spürbar, wobei für beide eine zeitliche Trennung nicht getroffen werden kann.

In Deutschland boten die Jahre 1926—1928 der Industrie vielfache Anregungen zur Aufnahme von Fremdkapital. Ab Mai 1926 zeigte sich eine erhebliche Produktionssteigerung, die dem bereits im Jahre 1925 begonnenen Ausbau der Anlagen der industriellen Unternehmungen einen verstärkten Auftrieb gab. Als die aufsteigende Konjunktur sich auch durch das Jahr 1927 fortsetzte, blieb der Wille der Unternehmer, durch Neuinvestitionen die Produktionskraft ihrer Betriebe zu heben, ungeschwächt: „Ein Rationalisierungswille, der sich zu einem Rationalisierungstaumel auswuchs, setzte die Produktionsgüterindustrie mächtig in Bewegung. Es entwickelte sich ein übergroßer Optimismus"[34]).

Die erhöhten Umsätze hatten eine gesteigerte Lagerhaltung zur Folge, die durch eine ansteigende Preisbewegung noch einen starken Antrieb erhielt.

Dies alles erforderte aber erhebliche zusätzliche Mittel, die die Unternehmungen sich auf dem Geld- und Kapitalmarkte beschaffen mußten. Der gesteigerten Kapitalnachfrage kamen die Marktverhältnisse insofern entgegen, als gerade in diesen Jahren viel Auslandskapital nach Deutschland floß und hier Anlage suchte. Auf die volkswirtschaftlichen Erscheinungen und Gefahren braucht in diesem Zusammenhange nicht eingegangen zu werden; vom betrieblichen Standpunkte dürften für die

[33]) Prion, Kapital und Betrieb, a. a. O., S. 43.
[34]) Schmalenbach, Kapital, Kredit und Zins, a. a. O., S. 248.

Aufnahme von Fremdkapital folgende Ueberlegungen maßgebend gewesen sein:

Der Aufschwung, der die Unternehmungen an die Vollbeschäftigung heranführt und dadurch eine optimale Kostengestaltung zur Folge hat, erhöht die Rentabilität der Unternehmungen. Die erzielten echten Gewinne werden noch vergrößert durch Scheingewinne, die aus einer Verfälschung der Geldrechnung durch steigendes Preisniveau resultieren. Die in dieser Zeit aufgemachten Rentabilitätsberechnungen lassen die Finanzierung mit Fremdkapital als günstig erscheinen, und wenn auch die externen Verhältnisse, d. h. die Verhältnisse des Geld- und Kapitalmarktes, kein Hindernis in den Weg legen, wird ein starkes Anwachsen des Fremdkapitals die Folge sein. Tatsächlich trat infolge des starken Einströmens von Auslandsgeldern eine Versteifung der Kapitalmärkte — wie das im normalen Konjunkturverlauf zu sein pflegt — nicht ein, sodaß die Unternehmungen den ihnen so dringlich erscheinenden Kapitalbedarf befriedigen konnten. Im besonderen Maße stand der Kapitalmarkt den hier untersuchten Aktiengesellschaften offen, die kleineren und mittleren Betriebe fanden allerdings nicht im gleichen Maße Befriedigung ihrer Bedürfnisse.

In dem Maße, wie nach dem Konjunkturumschwung die Beschäftigung der Industrie zurückging, wurde auch versucht, die die Unternehmung stark belastenden Fremdkapitalteile wieder abzustoßen. In dem Augenblick, wo die Rentabilität zurückgeht oder sogar unter null sinkt, muß der Unternehmer versuchen, eine Kostenentlastung herbeizuführen. Die Rückzahlung von Fremdkapital ist, sofern es die Liquiditätsverhältnisse gestatten, ein Mittel hierzu.

Zu beachten ist weiterhin, daß das sinkende Preisniveau in der Krise an sich schon die Belastung mit nominal gebundenem Fremdkapital stärker fühlbar werden läßt. In diesem Sinne stellt Schiff folgendes fest:

„Es ist klar, daß die Unternehmer unter sonst gleichen Umständen bei steigenden Preisen mehr, bei sinkenden Preisen weniger mit geborgtem Gelde arbeiten werden“[35]).

Die auf Seite 57 wiedergegebene Aufstellung zeigt, daß die fremden Mittel der deutschen Industrie in der Tat sich analog der konjunkturellen Lage bewegt haben. Die starke Reagibilität kommt auch darin zum Ausdruck, daß der beginnende konjunkturelle Aufschwung im Jahre 1933 sich bereits wieder in einem leichten Ansteigen des Fremdkapitalanteils bemerkbar macht.

b. Der Anteil von kurz- und langfristigem Fremdkapital.

Für die Beurteilung der Kapitalausstattung der deutschen Industrie genügt es nicht, den Anteil des Fremdkapitals in seiner Gesamtheit zu betrachten. Es ist einleitend auf die verschiedene wirtschaftliche Be-

---

[35]) Schiff, a. a. O., S. 145.

deutung von langfristigem und kurzfristigem Fremdkapital bereits eingegangen worden.

Für die Nachkriegszeit ist die starke kurzfristige Verschuldung der deutschen Industrie eine typische Erscheinung. Aus den Zahlen, wie sie auf Seite 44 wiedergegeben wurden, geht hervor, daß es den Unternehmungen sehr schnell gelungen war, ihren Kapitalbedarf nach der Stabilisierung durch Aufnahme von Fremdkapital wenigstens teilweise zu befriedigen. Das Anwachsen der fremden Mittel gegenüber den eigenen war der bilanzmäßige Ausdruck hierfür. Zu untersuchen bleibt noch, wie sich die fremden Mittel in Bezug auf ihre Betriebsgebundenheit verteilen. Eine Betrachtung der veröffentlichten Bilanzzahlen zeigt hier ein starkes Ueberwiegen der kurzfristigen Verschuldung. Hierin ist eine grundlegende Wandlung gegenüber der Vorkriegszeit festzustellen.

Zur Beleuchtung der lang- und kurzfristigen Verschuldung der deutschen Industrie wurde von der Zeitschrift „Die Wirtschaftskurve" eine Untersuchung von 57 mit der Vorkriegszeit vergleichbaren Bilanzen, die bis 1. November 1925 veröffentlicht worden waren, durchgeführt. Folgende Feststellungen konnten gemacht werden: „Während die langfristigen Kredite 1914 einen Prozentsatz von fast 20% der Gesamtverschuldung ausmachten, ist die entsprechende Ziffer heute[36]) noch nicht einmal 10%. So kommt es, daß die kurzfristigen Verbindlichkeiten, die sich 1914 bei weitem noch auf keine 20 Prozent der eigenen Mittel beliefen, heute mit durchschnittlich 40,6% der eigenen Mittel auf prozentual mehr als das Doppelte angewachsen sind"[37]).

Die Tatsache, daß der Markt für langfristige Kapitalien sich in den folgenden Jahren als noch nicht aufnahmefähig genug für die großen Kreditansprüche von Staat und privaten Unternehmungen erwies, bewirkte, daß letztere zu dem Mittel der kurzfristigen Finanzierung griffen. Die vom Ausland nach Deutschland gegebenen Beträge hatten meist die Form kurzfristiger Kredite für kreditnehmende Banken, die sie auch zu entsprechenden Bedingungen wieder ausliehen. Später wurde allerdings offenbar, daß die kurzfristig gegebenen Gelder zum großen Teil von den Unternehmungen wirtschaftlich so behandelt worden waren, als ob sie für längere Zeit zur Verfügung stünden; d. h. es stellte sich in dem Augenblick, in dem Rückzahlung verlangt wurde, heraus, daß sie „eingefroren" waren.

Die Vorzugsstellung, die der kurzfristigen Verschuldung an der Kapitalversorgung der deutschen Industrie zukam, geht aus folgender Tabelle hervor, die den Anteil veranschaulicht, den das lang- und kurzfristige Kapital einmal am Gesamtkapital und zum anderen am Eigenkapital hatte.

---

[36]) Bilanzstichtag 30. Juli 1925.

[37]) Die kurzfristigen Verbindlichkeiten der deutschen Industrie, in: Die Wirtschaftskurve Jahrg. 1925 Heft 1, S. 431 ff.

Verarbeitende Industrie insgesamt Kapitalausstattung.

Jahr	Anteil der Fremdkapitalarten am Gesamtkapital in %		Das Verhältis zwischen Eigen- und Fremdkapital	
	langfr.	kurzfr.	langfr. Fremdkapital in % des Eigenkap.	kurzfr. Fremdkapital in % des Eigenkap.
1926	3,4	36,0	5,6	59,4
1927	4,1	38,7	7,5	67,7
1928	7,5	36,2	13,3	64,3
1929	7,7	33,1	13,0	55,9
1930	8,2	30,7	13,4	48,6
1931	8,2	25,3	12,3	38,0
1932	9,6	22,8	14,2	33,7
1933	8,7	24,0	12,9	35,7

Der höchste Prozentsatz an kurzfristigem Fremdkapital zeigt sich im Jahre 1927. Diese Tatsache hängt damit zusammen, daß in diesem Zeitraum ein flüssiger Geldmarkt mit einer durch die aufsteigende Konjunktur bedingten großen Nachfrage zusammentraf. Auch im folgenden Jahre muß die kurzfristige Verschuldung noch als hoch bezeichnet werden, wenngleich sich eine gewisse Konsolidierung bemerkbar macht. Im Jahre 1928 ist es den Unternehmungen gelungen, den Anteil des langfristigen Kapitals zu erhöhen, wodurch eine Verringerung der kurzfristigen Verschuldung möglich wurde. Ab 1929 schwankt das langfristige Fremdkapital um 13% des Eigenkapitals, ohne daß eine Bewegungstendenz nach der einen oder anderen Richtung feststellbar ist. Die kurzfristige Verschuldung dagegen nimmt seit dem genannten Jahre rasch ab, und der Anteil des kurzfristigen Fremdkapitals am Eigenkapital beträgt im Jahre 1932 mit 33,7% nur noch die Hälfte desjenigen des Jahres 1927.

Für die Industrie der Grundstoffe ist eigentümlich, daß sie in stärkerem Maße mit langfristigem Kapital arbeiten konnte, und daß der Anteil des kurfristigen Fremdkapitals am Eigenkapital wesentlich geringer war als in der verarbeitenden Industrie und auch weniger Schwankungen zu verzeichnen hat. Den Anteil der beiden Fremdkapitalkategorien am Gesamt- bezw. Eigenkapital in den Jahren 1926/33 zeigt die folgende Zahlentafel:

Industrie der Grundstoffe.

Jahr	Anteil der Fremdkapitalarten am Gesamtkapital in %		Das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital	
	langfr.	kurzfr.	langfr. Fremdkap. in % d. Eigenkap.	kurzfr. Fremdkap. in % d. Eigenkap.
1926	8,6	23,2	12,6	34,0
1927	8,7	22,6	12,6	32,9
1928	11,2	24,0	17,2	37,1
1929	13,1	21,6	20,0	33,1
1930	14,2	21,7	22,1	33,9
1931	14,0	19,8	21,1	29,0
1932	13,0	19,5	19,2	28,9
1933	12,5	20,7	18,7	30,9

Das Vorherrschen des kurzfristigen Fremdkapitals läßt sich auch in den Bilanzen der einzelnen Industriegruppen feststellen, wobei allerdings branchenmäßige Verschiedenheiten die Ergebnisse der zusammengefaßten Zahlen variieren. Nachfolgende Aufstellung zeigt dies für den Bereich der hier untersuchten Industriezweige.

Anteil des lang- und kurzfristigen Fremdkapitals (F) am Gesamtkapital in verschiedenen Branchen, in %

Jahr	Maschinen-, Apparate- Fahrzeugbau.			Herstellung v. Eisen-, Stahl- und Metallwaren		
	Zahl	langfr. F.	kurzfr. F.	Zahl	langfr. F.	kurzfr. F.
1926	208	4,0	36,2	62	2,9	26,3
1927	205	5,2	42,1	62	4,2	29,7
1928	193	6,4	44,8	60	4,6	29,4
1929	107	7,1	38,0	36	3,9	27,6
1930	106	8,1	35,5	36	4,8	24,8
1931	89	4,7	33,8	23	3,6	17,5
1932	76	6,2	33,8	18	4,6	16,5
1933	84	9,6	27,1	20	4,5	21,0

Jahr	Chemische Industrie			Elektrotechnische Industrie		
	Zahl	langfr. F.	kurzfr. F.	Zahl	langfr. F.	kurzfr. F.
1926	110	1,8	32,5	41	3,8	38,9
1927	107	2,3	30,7	40	6,5	40,9
1928	108	10,2	27,9	43	12,3	33,2
1929	78	9,6	25,8	34	13,7	32,9
1930	78	9,7	24,6	34	13,6	29,8
1931	65	11,3	19,1	32	11,0	31,8
1932	32	13,3	17,5	28	14,5	20,8
1933	33	10,2	18,9	23	12,4	27,6

Jahr	Textil-Industrie			Leder- und Linoleumindustrie		
	Zahl	langfr. F.	kurzfr. F.	Zahl	langfr. F.	kurzfr. F.
1926	247	3,7	39,8	30	10,3	33,9
1927	237	3,5	44,5	30	9,2	39,9
1928	230	4,3	41,4	30	7,9	41,7
1929	152	3,3	39,9	15	12,4	32,5
1930	150	3,5	39,3	15	14,2	24,5
1931	128	4,1	27,4	15	11,7	24,6
1932	116	3,5	27,3	13	12,1	21,6
1933	106	4,2	31,8	9	11,3	18,9

Jahr	Papierverarbeitung			Bekleidungsindustrie		
	Zahl	langfr. F.	kurzfr. F.	Zahl	langfr. F.	kurzfr. F.
1926	9	2,9	26,1	26	1,2	36,6
1927	9	2,6	32,2	26	2,4	42,2
1928	10	6,2	32,3	25	4,0	38,7
1929	4	8,3	26,5	10	5,6	44,2
1930	4	8,9	21,0	10	5,8	37,6
1931	3	—	12,3	10	2,3	23,1
1932	5	11,8	14,6	6	1,3	20,1
1933	5	12,1	13,2	4	1,7	18,4

Lang- und kurzfristiges Fremdkapital in Prozenten des Eigenkapitals.

Jahr	Maschinen-, Apparate-, Fahrzeugbau		Herstellung von Eisen-, Stahl- u. Metallwaren		Chemische Industrie	
	lang	kurz	lang	kurz	lang	kurz
1926	6,6	60,5	4,0	37,1	2,7	49,4
1927	9,8	79,8	6,3	44,9	3,4	45,9
1928	13,1	91,8	6,9	44,5	16,4	45,6
1929	12,9	69,2	5,6	40,2	14,2	39,9
1930	14,3	62,9	6,8	35,2	14,7	37,4
1931	7,6	54,9	4,5	22,1	16,3	27,4
1932	13,3	56,3	5,8	20,9	19,2	25,3
1933	15,1	42,8	6,0	28,2	12,9	26,6

Jahr	Elektrotechnische Industrie		Textil-Industrie	
	lang	kurz	lang	kurz
1926	6,6	67,8	6,5	70,6
1927	12,3	77,7	6,7	85,5
1928	22,5	60,9	7,8	75,2
1929	25,6	61,6	5,8	70,2
1930	24,0	52,6	6,1	68,7
1931	19,2	55,5	5,9	40,0
1932	22,4	32,1	5,0	39,4
1933	20,6	46,0	6,5	49,6

Jahr	Leder- u. Linoleumindustrie		Papierverarbeitungsindustrie	
	lang	kurz	lang	kurz
1926	18,4	60,7	4,0	36,7
1927	17,9	78,3	3,9	49,3
1928	15,6	82,7	10,0	52,8
1929	22,5	58,9	12,7	40,6
1930	23,1	39,9	12,6	29,9
1931	18,3	38,6	—	14,0
1932	18,2	32,5	16,0	19,8
1933	17,0	27,2	16,2	17,6

Jahr	Bekleidungs-Industrie	
	lang	kurz
1926	1,9	58,8
1927	4,3	76,3
1928	6,9	67,5
1929	11,1	88,0
1930	10,2	66,4
1931	3,0	30,9
1932	1,6	25,5
1933	2,1	23,0

Die Untersuchung der Bilanzen von Einzelunternehmungen ergibt, daß auch bei diesen die Fremdkapitalziffern die bereits festgestellte Bewegungstendenz haben. Selbstverständlich kommen bei Betrachtung von einzelnen Betrieben Abweichungen vor, die aus jeweiligen nur gerade die bestimmte Unternehmung betreffenden Gegebenheiten erklärbar sind. Bei den Ausführungen über das Eigenkapital auf Seite 52 ff. wurde mehrfach auf derartige Fälle hingewiesen. Bei der genannten Besprechung des Eigenkapitals mußte zwangsläufig auch auf die Veränderungen des Fremdkapitals eingegangen werden, welshalb eine nochmalige Darstellung an dieser Stelle überflüssig erscheint. Es genügt hier, die Entwicklung der fremden Gelder bei einigen Unternehmungen tabellarisch darzustellen. Ein Vergleich mit den betreffenden Branchedurchschnittszahlen wird dadurch ermöglicht.

Ilseder Hütte.

Jahr	Fremdkapital in % des Gesamtkapitals		Fremdkapital in % des Eigenkapitals	
	langfr.	kurzfr.	langfr.	kurzfr.
1924	0,9	34,2	1,4	53,9
1925	0,8	39,2	1,4	65,5
1926	24,9	12,8	40,7	20,3
1927	24,3	13,1	38,8	20,8
1928	33,5	10,3	59,5	18,3
1929	35,3	8,8	63,0	15,5
1930	30,9	18,4	60,9	36,0
1931	38,7	21,1	96,4	52,3
1932	36,9	23,7	93,6	59,7
1933	27,5	20,9	53,4	40,6

Die Ilseder Hütte weist die der gesamten Grundstoffindustrie eigentümliche starke Finanzierung mit Fremdkapital auf, die, wie ein Vergleich mit der Tabelle der gesamten Industriegruppe zeigt, bei der vorliegenden Unternehmung noch günstiger ist, als im Durchschnitt. Bereits im Jahre 1926 ist es der Firma gelungen, die erhebliche kurzfristige Verschuldung der Vorjahre durch Aufnahme einer Dollaranleihe

zu konsolidieren. „Durch Vermittlung der Darmstädter und Nationalbank, K. G. a. A. in Berlin, haben wir im laufenden Geschäftsjahre von der National City Comp. in New York eine Anleihe von im ganzen 10.000.000.— Dollar erhalten“[38]). Die Anleihe ist mit 7% verzinslich und mit halbjährlichen Teilzahlungen innerhalb von 20 Jahren zurückzuzahlen. Frühere Rückzahlung steht der Unternehmung jederzeit frei. Diese Klausel ermöglichte die bereits erwähnte Konvertierung der Dollaranleihe, wodurch erhebliche Währungsgewinne erzielt wurden.

Die starke Zunahme der kurzfristigen Verschuldung erklärt sich aus der starken Zunahme der Lagerbestände, „deren Herstellung wir bei den schlechten Absatzverhältnissen nicht aus den laufenden Betriebsmitteln finanzieren konnten“[39]). Weiterhin sind in dem Posten Gläubiger „nicht unerhebliche Beträge enthalten, die für Neuanlagen aufgenommen wurden“[40]).

Die Absatzstockung bei Beginn der Krise bewirkte also hier ein starkes Anschwellen der kurzfristigen Verbindlichkeiten. Diese Lage wird noch verschärft durch die Notwendigkeit, früher begonnene Investierungen fertigzustellen, deren Finanzierung durch Aufnahme eigener oder langfristiger fremder Mittel nicht mehr möglich war.

Philipp Holzmann A. G.

Jahr	Fremdkapital in % des Gesamtkapitals		Fremdkapital in % des Eigenkapitals	
	langfr.	kurzfr.	langfr.	kurzfr.
1924 G. E.	0,9	10,5	1,0	11,9
1924 Dez.	1,8	26,6	2,3	24,6
1925	1,9	27,8	2,7	39,5
1926	1,2	26,3	1,7	38,3
1927	0,8	37,8	1,3	61,9
1928	12,0	35,6	23,1	68,3
1929	9,8	47,8	23,1	112,7
1930	6,6	39,1	12,2	72,0
1931	7,4	28,3	11,5	44,4
1932	0,4	35,9	0,8	59,3
1933	0,4	33,1	0,7	52,4

G. E. = Goldmarkeröffnungsbilanz.

Diese Unternehmung arbeitete bezüglich des Fremdkapitals vorwiegend mit kurzfristigen Krediten. Die Aufnahme einer mittelfristigen Dollaranleihe im Jahre 1928 brachte keinerlei Entlastung, vielmehr war das kurzfristige Fremdkapital im folgenden Jahre weiter stark gestiegen und übertraf in seiner Höhe das Eigenkapital. Erst in den folgenden Krisenjahren ging der Anteil des kurzfristigen Fremdkapitals am Gesamt-

[38]) Geschäftsbericht der „Ilseder Hütte“ für das Jahr 1925.
[39]) desgl. für das Jahr 1930, S. 7.
[40]) Ebenda.

kapital langsam zurück. Im Jahre 1933 betrug das kurzfristige Fremdkapital noch immer etwa die Hälfte des Eigenkapitals, bei fast völligem Fehlen langfristiger Schulden.

Maschinenfabrik Buckau R. Wolf A. G.

Jahr	Fremdkapital in % des Gesamtkapitals		Fremdkapital in % des Eigenkapitals	
	langfr.	kurzfr.	langfr.	kurzfr.
1924 GE	0,9	21,5	1,2	27,6
1924 Dez.	0,8	26,6	1,2	37,4
1925	0,3	30,4	0,5	44,7
1926	0,02	27,3	0,04	52,1
1927	2,4	38,6	4,2	65,4
1928	1,5	40,1	2,6	68,8
1929	1,8	30,0	2,6	44,6
1930	1,7	29,3	2,5	42,8
1931	1,2	32,7	1,8	49,7
1932	—	24,0	—	31,9
1933	—	38,2	—	62,2

Die Zahlen zeigen, daß langfristiges Fremdkapital bei dieser Unternehmung nur eine geringe Rolle gespielt hat. Der Anteil der kurzfristigen Kredite schwankt zwischen 30—70% des Eigenkapitals, wobei eine einheitliche Entwicklung nicht zu erkennen ist. Die Kontinuität wurde zudem noch durch die im Jahre 1927 erfolgte Fusion unterbrochen. Außerdem sind bis zum Jahre 1931 in den Kreditoren Reserven enthalten, deren Höhe für die zurückliegenden Jahre nicht mehr festzustellen ist. Seit der Aktienrechtsnovelle ist das Legen stiller Reserven in den Passiven verboten, sodaß der Rückgang der Verschuldungszahl im Jahre 1932 zum Teil auf die Herausnahme stiller Reserven aus diesen Posten zuückzuführen sein dürfte.

Chemische Werke vorm. H. u. E. Albert.

Jahr	Fremdkapital in % des Gesamtkapitals		Fremdkapital in % des Eigenkapitals	
	langfr.	kurzfr.	langfr.	kurzfr.
1924	—	30,0	—	43,5
1925	—	29,5	—	24,8
1926	—	30,5	—	44,4
1927	—	34,3	—	50,6
1928	—	27,9	—	39,4
1929	—	37,0	—	59,6
1930	—	32,6	—	49,3
1931	—	4,5	—	5,7
1932	—	5,8	—	6,1
1933	—	6,0	—	6,6

Diese Unternehmung hat ausschließlich mit kurzfristigem Fremdkapital gearbeitet, dessen Höhe bis 1930 zwischen 40—50% der Eigenkapitalgröße schwankt. Seit dem Jahre 1931 erfolgte die auf Seite 55 bereits beschriebene Rückzahlung der fremden Mittel, sodaß deren Anteil von diesem Jahre ab nicht mehr nennenswert ist. Auch diese Unternehmung berichtet, daß bis 1930 Reservekonten unter Kreditoren verbucht waren[41]).

Kammgarn-Spinnerei Düsseldorf.

Jahr	Fremdkapital in % des Gesamtkapitals		Fremdkapital in % des Eigenkapitals	
	langfr.	kurzfr.	langfr.	kurzfr.
1924 GE	—	1,0	—	1,0
1924 Dez.	—	2,6	—	2,6
1925	—	6,9	—	7,3
1926	—	3,5	—	3,5
1927	—	4,0	—	4,1
1928	—	50,6	—	102,4
1929	—	53,6	—	115,2
1930	—	45,7	—	83,9
1931	—	46,9	—	88,2
1932	—	49,1	—	96,2
1933	—	51,6	—	106,4

Solange der Betrieb in Lohn arbeitete, war Bedarf für fremde Mittel in größerem Umfange nicht vorhanden. Als die Unternehmung im Jahre 1930 dazu überging, für eigene Rechnung zu arbeiten, wurden die Betriebsmittel in erster Linie durch Erhöhung des Eigenkapitals beschafft. Das starke Ansteigen der Kreditoren im Jahre 1928 ist auf außerbetriebliche Gründe, nämlich auf die bereits geschilderte Angliederung eines Zweigunternehmens, das durch Aufnahme kurzfristiger Mittel finanziert wurde, zurückzuführen. Das Absinken der Prozentzahl im Jahre 1931 ist auf die Kapitalerhöhung zurückzuführen, die absoluten Zahlen der kurzfristigen Verbindlichkeiten sind dagegen noch gestiegen, was darauf schließen läßt, daß kurzfristige Kredite auch zur Finanzierung der Umsatztätigkeit herangezogen wurden.

[41]) vergl. Seite 55 dieser Arbeit.

Stader Lederfabrik.

Jahr	Fremdkapital in % des Gesamtkapitals		Fremdkapital in % des Eigenkapitals	
	langfr.	kurzfr.	langfr.	kurzfr.
1924	0,07	36,3	0,1	58,1
1925	0,07	39,4	0,1	66,6
1926	—	32,1	—	47,3
1927	—	35,4	—	56,2
1928	—	39,3	—	66,2
1929	—	34,3	—	53,0
1930	—	32,1	—	48,5
1931	—	16,0	—	19,2
1932	—	6,7	—	8,0
1933	—	8,7	—	10,9

Auch diese Unternehmung hat ausschließlich mit kurzfristigem Fremdkapital gearbeitet. Dieses betrug in den Jahren ansteigender Konjunktur etwa $^1/_3$ des Gesamtkapitals. In der Krise trat eine Verflüssigung ein, die zur Abdeckung der kurzfristigen Schulden benutzt wurde, sodaß diese seit dem Jahre 1931 stark zusammenschrumpfen.

Heidenauer Papierfabrik.

Jahr	Fremdkapital in % des Gesamtkapitals		Fremdkapital in % des Eigenkapitals	
	langfr.	kurzfr.	langfr.	kurzfr.
1924 GE.	1,2	27,4	1,6	39,0
1924 Dez.	1,1	40,2	2,0	72,1
1925	0,8	50,7	1,7	104,1
1926	0,6	47,0	1,3	98,0
1927	0,7	40,8	1,2	73,9
1928	0,6	28,9	0,9	44,8
1929	0,5	31,5	0,8	47,5
1930	0,6	19,3	0,7	25,8
1931	—	10,0	—	11,9
1932	—	10,7	—	11,9
1933	—	15,7	—	18,5

In den als kurzfristige Schulden ausgewiesenen Bilanzpositionen sind laut Geschäftsbericht auch Darlehen enthalten, sodaß sich ein klares Bild über die Verteilung der kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten nicht gewinnen läßt. Es scheinen jedoch auch bei dieser Unternehmung die langfristig zur Verfügung stehenden Gelder keine große Rolle gespielt zu haben. Bemerkenswert ist auch hier, daß während der Jahre guter Konjunktur die Verschuldung erheblich ist, daß sie aber mit dem Eintreten der Krise sehr zurückgeht und dadurch das Eigenkapital ein starkes Uebergewicht erhält.

V. Beziehungen des Bilanzkapitals zum Vermögensaufbau.

A. Die Bewertung der Vermögenswerte.

Das Kapital ist nicht Selbstzweck der Unternehmung, sondern Mittel zum Zweck. Mit Hilfe des Kapitals werden Vermögenswerte beschafft und durch Umsatz der zwischen den Beschaffungs- und Absatzmärkten herrschende Wertauftrieb ausgenutzt. Nur wenn substanzmäßig gesehen mehr in die Unternehmung zurückfließt, als von ihr hingegeben wurde, arbeitet die Unternehmung wirtschaftlich. Maßstab hierfür ist die substanzielle Erhaltung der Unternehmung, wobei mindestens die normale Verzinsung des eingesetzten Kapitals erreicht werden muß. Mit Hilfe des Rechnungswesens kann sich der Unternehmungsleiter nur dann ein Bild der jeweiligen Marktsituation verschaffen, wenn er die Umsatzvorgänge des Geldschleiers entkleidet und in Sachwerten denkt. Dies ist nur möglich durch die Anwendung der Tageswertrechnung in Buchhaltung und Kalkulation. In der Praxis herrscht aber zur Zeit das nominale Denken vor. Dies beruht darauf, daß die verantwortlichen Unternehmungsleiter durch Gewohnheit und Uebung am Althergebrachten festhalten, was durch die Gesetzgebung begünstigt wird, die die Anschaffungswertrechnung zum Prinzip erhoben hat. Infolgedessen gestatten die veröffentlichten Bilanzen, die die Vermögensteile mit Anschaffungswerten ausweisen, kein zutreffendes Bild der jeweiligen Lage der Unternehmung.

1. Die Anlagewerte.

Die Anlagewerte, die sich nur langsam umsetzen, werden am Tage der Beschaffung zu ihrem Tageswert eingesetzt. Die Preise für Anlagegüter sind dauernden Schwankungen unterworfen, die bilanziell nur wenig Berücksichtigung finden. Eine gewisse Angleichung an die Tageswerte findet zwar insofern statt, als Neuzugänge zum Tagespreis Eingang finden; sie vermischen sich mit den vorhandenen historischen Werten und als Ergebnis findet man ein Gemisch von ehemaligen Marktwerten mit derzeit gültigen Werten. Je nachdem, ob die alten oder die neuen Anlagen überwiegen, werden die Bilanzzahlen der Anlagen mehr oder weniger dem Tageswerte näher kommen. Da aber die Neuzugänge in der Regel prozentual weit hinter den bereits vorhandenen Anlagegütern zurückstehen, wird der ausgewiesene Bilanzwert ein unzutreffendes Bild des tatsächlichen am Bilanzstichtage vorhandenen Vermögenswertes sein.

Ein weiteres Moment der Unsicherheit bringen außerdem noch die Abschreibungen. Diese sollen nichts anderes als der Ausdruck des eingetretenen technischen oder wirtschaftlichen Wertverzehrs sein. Sie

dienen darüber hinaus aber noch dazu, etwa eingetretene Wertminderungen der Anlagegüter auszugleichen, d. h. bei sinkenden Beschaffungspreisen werden die Anlagen durch höhere Abschreibungen als es dem Wertverzehr entsprechen würde, dem herrschenden Preisniveau angepaßt. Es werden in diesem Falle also Vermögenswertminderungen über die Gewinn- und Verlustrechnung verbucht, und auf diese Weise wird der Betriebserfolg verfälscht. Bei steigendem Preisniveau ist eine Heraufsetzung des Wertes der Anlagen in der Bilanz nicht gestattet. Die Unternehmungen könnten jetzt eine teilweise Anpassung an die Marktlage durch eine geringere Abschreibung erreichen. Dadurch würde zwar dem Bilanzwert die Tendenz einer Angleichung innewohnen, aber der der Kalkulation und Erfolgsrechnung zugrunde liegende Abschreibungsbetrag ist wiederum falsch und irreführend.

In der Praxis findet man nun, daß die Behandlung der Anlagewerte und Abschreibungsbeträge ganz ohne Regel erfolgt. In Zeiten sinkender Preise wird häufig die Abschreibung relativ gering gehalten, um den aus einer falschen Rechnung heraus errechneten Verlust nicht noch zu vergrößern. Dabei ist sehr wohl möglich, daß die Abschreibung, gemessen am Tageswert der Anlagen, trotzdem noch zu hoch ist. Bei ansteigender Konjunktur erscheinen die auf Anschaffungswertbasis ermittelten Gewinne hoch. Die Unternehmungen versuchen dann einen Ausgleich durch Heraufsetzung der Abschreibungssätze. Aber auch hier kann die Abschreibung trotzdem noch zu niedrig sein[1]).

Hieraus ergibt sich bereits, daß Bewertung und Abschreibung ganz regellos erfolgen, ohne daß dem Handeln der Unternehmungen ein einheitliches Schema zugrunde liegt. So stellt das Konto der Anlagewerte „ein unentwirrbares Durcheinander von Anlagen verschiedenster Wertkategorien“[2]) dar.

Es kommt aber noch hinzu, daß eine weitere Verschleierung der Bilanzwerte der Anlagen durch die Legung von stillen Reserven stattfindet. In der Industrie ist es üblich, gerade hier stille Reserven zu legen, weil wegen ihres langsamen Umsatzprozesses die Anlagen sich hierzu besser eignen, als etwa die Vorräte.

Zu den Anlagen im Sinne von Vermögenswerten, die für längeren Gebrauch an die Unternehmung gebunden bleiben, zählen auch die Beteiligungen, also Wertpapiere, die zu dem Zwecke gehalten werden, um ein Anteilsrecht an anderen Unternehmungen zu besitzen. Eine Schwierigkeit ergibt sich für die vorliegende Untersuchung aus der Tatsache, daß bis zum Erlaß der Aktienrechtsnovelle aus den Bilanzen häufig nicht zu ersehen war, ob es sich bei den ausgewiesenen Wertpapieren um Liquiditäts- oder Beteiligungseffekten handelt. Das statistische Reichsamt hat deshalb Wertpapiere und Beteiligungen zu einer Position zusammen-

---

[1]) vergl. Gauterin, Die Bilanzen der deutschen Wollindustrie im Konjunkturverlauf 1895—1927, Diss. Ffm. 1931, S. 152/153.

[2]) Krämer, Konjunktur und Bilanz in der Deutschen Schaumweinindustrie (1900—1920), Diss. Ffm. 1928, S. 91.

gezogen, sodaß dadurch die Anlagen und Beteiligungen etwas größer erscheinen als sie in Wirklichkeit sind.

2. Die Umsatzwerte.

Hier sind zunächst die Vorräte von besonderem Interesse. Diese Position setzt sich in der Regel aus Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen, aus Halb- und Fertigfabrikaten zusammen. Die in der Bilanz augewiesenen Werte sind das Produkt aus Menge und Preis. Auch die Waren werden von den Unternehmungen zu Anschaffungswerten bilanziert. Ein Unterschied zu den Anlagewerten besteht jedoch darin, daß die Vorräte sich schneller umsetzen, sodaß die Werte auf diesen Konten bei einheitlicher Bewegungsrichtung der Preise nach oben oder unten am Bilanzstichtage den Tageswerten näher sein müssen, als dies bei den Anlagewerten der Fall ist. Ein höherer Bilanzwert in der Hochkonjunktur bedeutet also keineswegs auch das Vorhandensein einer größeren Warenmenge, während umgekehrt sinkender Bilanzwert in der Krise durchaus nicht auf ein mengenmäßiges Zurückgehen der Lagerbestände schließen läßt.

Zu beachten ist weiterhin, daß der Gesetzgeber für die Bewertung der Vorräte das Niederstwertprinzip vorschreibt, d. h. bei eintretenden Preissenkungen werden Vermögenswertminderungen als Verluste verbucht; der Erfolg wird zu unrecht geschmälert.

Neben den realen Umsatzwerten stehen noch die nominalen. Da für sie wegen ihrer geldwerten Gebundenheit eine Höher- oder Niedrigerbewertung nicht in Frage kommt, dürften die ausgewiesenen Bestände in der Regel mit den tatsächlich vorhandenen übereinstimmen. Die nominalen Umsatzwerte bestehen aus Kassebeständen, Wechseln und Debitoren, und sind in den zusammengefaßten Bilanzen als Position „Flüssige Mittel" ausgewiesen. Innerhalb dieser Position sind aber die Debitoren nur bedingt und nicht in voller Höhe als liquide zu bezeichnen, weshalb Liquiditätsberechnungen, die auf den genannten Unterlagen aufbauen, keine absolute Genauigkeit für sich beanspruchen können. Die Tatsache, daß ein Teil der Wertpapiere, die in Wirklichkeit zinstragende Kassereserven darstellen, unter die Anlagen aufgenommen werden, während sie der Position flüssige Mittel zuzuteilen sind, vermindert zwar die Fehlermöglichkeit etwas; da aber über die Höhe der liquiden Wertpapiere und der eingefrorenen oder langfristigen Ausleihungen nichts bekannt ist, ist die Rechnung mit einem nicht unerheblichen Unsicherheitsfaktor belastet.

B. Die Deckung der Realwerte durch Eigenkapital.

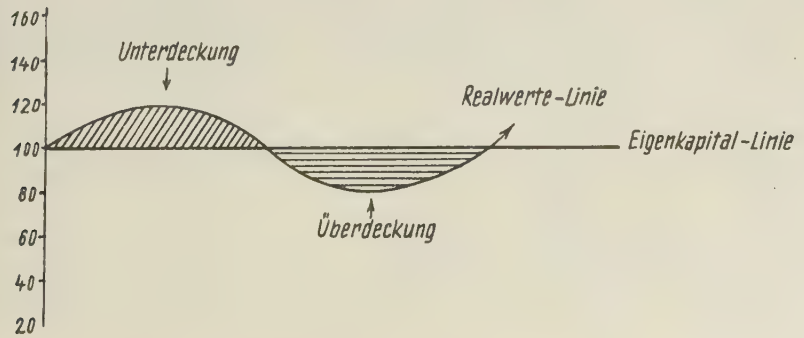
Zunächst sei untersucht, inwieweit die realen Anlagewerte, also Betriebsanlagen, Beteiligungen und Vorräte aus Eigenkapital beschafft wurden. Eingangs wurde bereits darauf hingewiesen daß von den meisten Autoren die Forderung aufgestellt wird, daß die auf längere Zeit gebundenen und nicht leicht zu veräußernden Anlagewerte aus Liquiditäts-

gründen mit Hilfe von Eigenkapital zu beschaffen sind. Wegen der Natur des Eigenkapitals als realem Kapitalbestandteil wird bekanntlich von Schmidt darüber hinausgehend verlangt, daß die Realwerte der Passivseite, also das Eigenkapital, den Realwerten der Aktivseite, also Anlagen und Vorräten, entsprechen sollten. Nur dann ist das Risiko der Geldwertschwankungen der dann ebenfalls auf beiden Seiten der Bilanz gleich großen Nominalwertbestände ausgeschaltet. Ueber die Beziehungen der letzteren wird noch in einem folgenden Abschnitt eingehender zu berichten sein.

Die Deckung des Anlagevermögens durch das Eigenkapital wird hier als Anlagedeckung bezeichnet, die Deckung von Anlagevermögen und Vorräten als Sachwertdeckung. Je nach dem Verhältnis der Eigenkapitalziffer zu der Anlageziffer kann man von Anlagedeckung-, Ueber- oder Unterdeckung sprechen. In gleichem Sinne werden die Begriffe hinsichtlich der Sachwertdeckung angewandt. Auch hier ist es wiederum notwendig, zur Klarlegung der Zusammenhänge Relativzahlen zu errechnen. Es wird dabei so verfahren, daß das ausgewiesene Kapital gleich 100 gesetzt wird, und die entsprechenden Vermögenswerte in einem darunter liegenden Prozentsatz (Unterdeckung) bzw. einem darüber liegenden Prozentsatz (Ueberdeckung) vom Eigenkapital = 100 ausgedrückt werden. Als konstante Größe ist demnach das Eigenkapital anzusehen, und es wird von Jahr zu Jahr ermittelt, welche Veränderungen in dem Verhältnis des Anlage- bzw. Sachwertvermögens zu der Eigenkapitalgröße eingetreten sind. Angenommen die Betriebsanlagen betragen in einem Jahre die Hälfte des Eigenkapitals, dann heißt dies, daß das Eigenkapital die Anlagen zur Hälfte deckt, der Prozentsatz beträgt 50%, es ist also noch Eigenkapital für die Finanzierung anderer Vermögenswerte frei, d. h. es herrscht Ueberdeckung.

Wenn im folgenden Jahre die Bilanzposition Betriebsanlagen steigt, das ausgewiesene Kapital aber gleich bleibt, dann verringert sich die Ueberdeckung, im umgekehrten Falle wird sie größer.

Sobald der ausgewiesene Wert der Betriebsanlagen die Eigenkapitalsumme übersteigt, reicht das Eigenkapital zur Deckung nicht mehr aus, der Prozentsatz ist größer als 100, d. h. es herrscht Unterdeckung. Schematisch dargestellt ergibt sich folgendes Schaubild:



Die Bilanzzahlen werden also nach folgenden Formeln aufbereitet:
Anteil der Betriebsanlagen am Eigenkapital

$$= \text{Betriebsanlagedeckung (B)} = \frac{\text{Betriebsanlagen} \cdot 100}{\text{Eigenkapital}}$$

$$= \frac{2874{,}7 \cdot 100}{4105{,}9} = 59\%.$$

Anteil der Betriebsanlagen und Beteiligungen am Aktienkapital
= Gesamtanlagedeckung (G)

$$= \frac{(\text{Betriebsanlagen und Beteiligungen}) \cdot 100}{\text{Eigenkapital}}$$

$$= \frac{3591{,}3 \cdot 100}{4105{,}9} = 74\%.$$

Anteil der Betriebsanlagen + Beteiligungen + Vorräte am Eigenkapital
= Sachwertdeckung (S)

$$= \frac{(\text{Betriebsanlagen} + \text{Beteiligungen} + \text{Vorräte}) \cdot 100}{\text{Eigenkapital}}$$

$$= \frac{5611{,}4 \cdot 100}{4105{,}9} = 136\%.$$

In den beiden ersten Fällen herrscht Ueberdeckung im letzteren Unterdeckung. Zur besseren Verdeutlichung der Beziehungen wurden die Ergebnisse auch graphisch dargestellt.

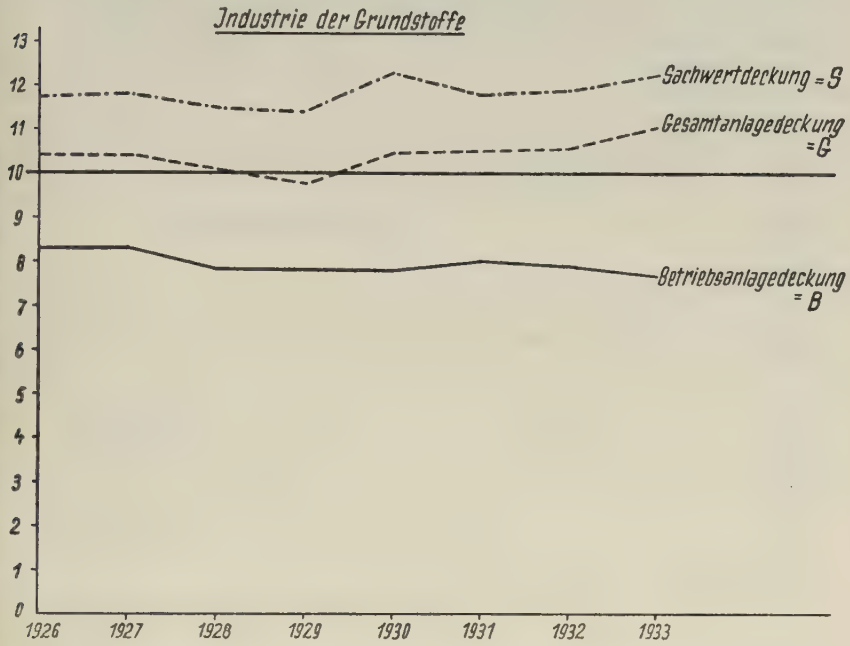
1. Die Anlagedeckung.

Hinsichtlich der Anlagedeckung ist eine Zweiteilung angebracht; es ist nach der Deckung der reinen Betriebsanlagen und der Beteiligungen zu unterscheiden. Für den ersteren Fall wurde der Begriff Betriebsanlagedeckung (B) gebraucht, während im zweiten Falle von Gesamtanlagedeckung (G) gesprochen wird.

Es sollen nun zunächst entsprechend der bisher angewandten Systematik die zusammengefaßten Bilanzzahlen der Industrie der Grundstoffe und der verarbeitenden Industrie herangezogen werden. Nach der beschriebenen Rechnungsweise ergeben sich folgende Zahlenreihen, die die Entwicklung seit 1926 erkennen lassen:

Jahr	Industrie der Grundstoffe		Verarbeitende Industrie	
	B-Deckung	G-Deckung	B-Deckung	G-Deckung
	%	%	%	%
1926	83	104	59	74
1927	83	104	58	76
1928	78	101	60	76
1929	78	98	56	74
1930	78	104	57	76
1931	80	105	54	72
1932	79	106	52	73
1933	77	110	50	71

In graphischer Darstellung ergibt sich für die Industrie der Grundstoffe folgendes Bild:

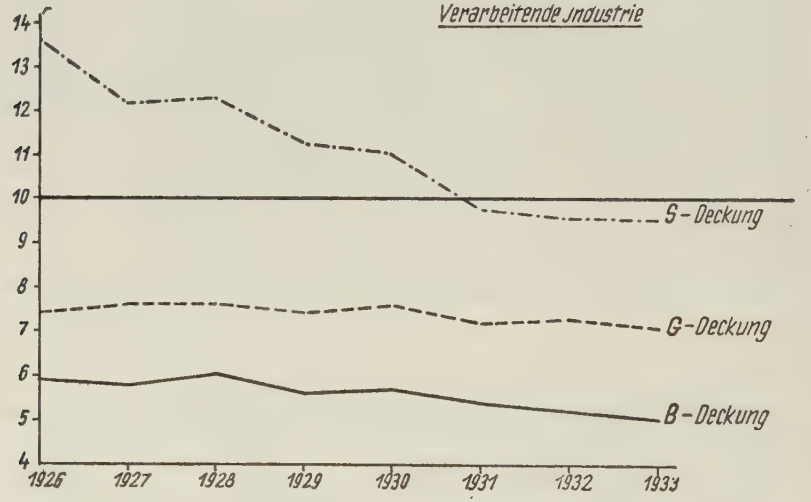


Etwa 80% des Eigenkapitals wird für die Finanzierung der Betriebsanlagen benötigt. Bis zum Jahre 1927 wird der größte Prozentsatz des Eigenkapitals durch die Anlagen gebunden, im Jahre 1928 geht die Anlagedeckung etwas zurück und steigt erst im Jahre der Krise, 1931, wieder. Letzteres ist der Fall, weil die Anlagewerte etwas stärker gestiegen sind als das Eigenkapital. Da gleichzeitig die Zahl der ausgewiesenen Gesellschaften von 173 im Jahre 1930 auf 134 im Jahre 1931 zurückgegangen ist, muß angenommen werden, daß diese an und für sich den sonstigen Erfahrungen widersprechende Erscheinung auf umfangreiche Fusionierungen zurückzuführen ist, die die wirkliche Entwicklung verschleiern. Außerdem mögen auch Sanierungen den Ausfall von Unternehmungen zur Folge gehabt haben, sodaß gerade die Gesellschaften mit ungünstigerer Anlagedeckung in der Statistik des Jahres 1931 nicht mehr enthalten sind.

Die Betrachtung der Gesamtanlagedeckung und ihr Kurvenlauf zeigen, daß in der Industrie der Grundstoffe eine Unterdeckung, wenn auch nur geringen Ausmaßes, festzustellen ist. Während diese Unterdeckung seit 1926 die Tendenz hatte, sich zu verringern, — im Jahre

1929 ist sogar eine geringe Ueberdeckung vorhanden — tritt vom Jahre 1929 an eine Umkehrung ein, und bis zum Jahre 1933 ist ein wachsender Teil der Anlagen mit langfristigem Fremdkapital finanziert worden. Die Tatsache, daß die Beteiligungen sich in den Jahren der Krise trotz erheblicher Senkungen des Aktienkursniveaus[1]) vergrößert haben, führt zu der Annahme, daß in dieser Industriegruppe laufend neue Aktienpakete gekauft wurden.

Eine andere Gesamtanlagedeckung als bei der Industrie der Grundstoffe zeigt sich bei der verarbeitenden Industrie:



Zunächst wurden in dieser Industriegruppe nur 50—60% des Eigenkapitals zur Finanzierung der Betriebsanlagen herangezogen. Bis zum Jahre 1928 steigt der Anteil der Betriebsanlagen am Eigenkapital und sinkt dann — mit Ausnahme eines leichten Anstiegs im Jahre 1930 — kontinuierlich bis zum Jahre 1933. Die Gesamtanlagedeckung dagegen, die sich um 75% der Eigenkapitalgröße bewegt, macht diesen Abstieg nicht mit; vielmehr scheinen sich auch hier die Beteiligungen während der Krise, wenn auch nicht erheblich, vergrößert zu haben. Die verarbeitende Industrie weist während der ganzen Periode eine Ueberdeckung der Gesamtanlagen auf.

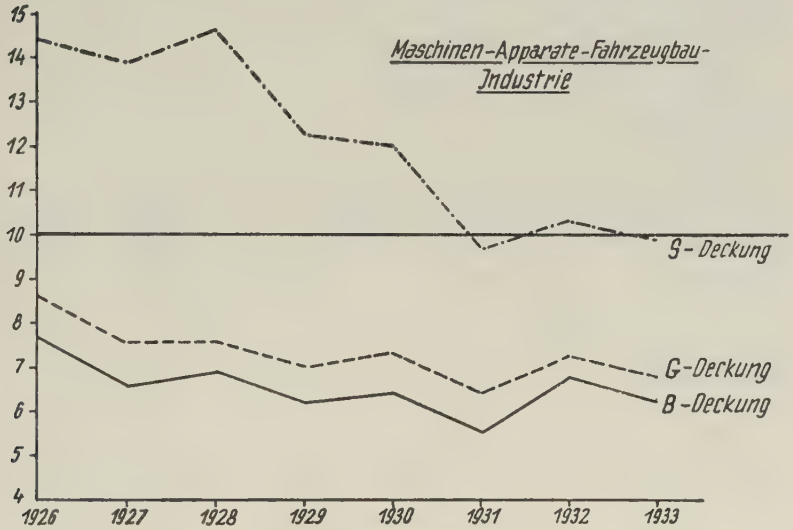
---

[1]) Aktienindex von Bergbau und Schwerindustrie 1924/26 = 100
Stand am Jahresende:

1929	1930	1931	1932	1933
110,56	79,67	45,35	67,64	74,37

(nach Wirtschaft und Statistik 1934 S. 89).

Die einzelnen Industriezweige innerhalb der verarbeitenden Industrie zeigen eine ähnliche Entwicklung, wenn auch die Einzeluntersuchung gewisse Abweichungen erkennen läßt.

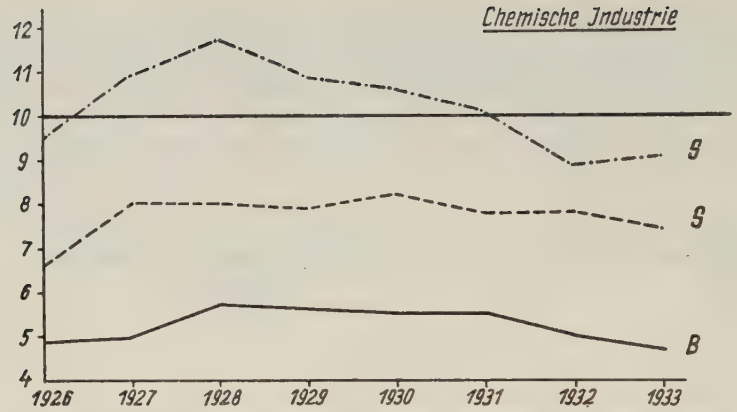


Bei dieser Branche lag die Anlagedeckung im Jahre 1926 mit etwa 75% des Eigenkapitals über dem allgemeinen Durchschnitt. In den folgenden Jahren hat jedoch eine Steigerung der Deckung stattgefunden, die in den einzelnen Jahren nicht einheitlich verlaufen ist, die aber im Krisenjahr 1931 den stärksten Einschnitt aufweist. In diesem Jahre betrug die Deckung infolge einschneidender Sanierungen nur noch 55%. Im folgenden Jahre wurden bereits wieder 65% des Eigenkapitals durch die Betriebsanlagen gebunden. Das beruht darauf, daß die Sanierungskonten in Wegfall kamen[2]), während außerordentliche Abschreibungen, die im vorangegangenen Jahre die Anlagen bilanzmäßig stark minderten, jetzt nicht mehr in gleichem Maße getätigt wurden.

Die Gesamtanlagedeckung liegt etwa 10% höher als die Deckung der reinen Betriebsanlagen. Die Beteiligungen bewegen sich annähernd parallel den Betriebsanlagen.

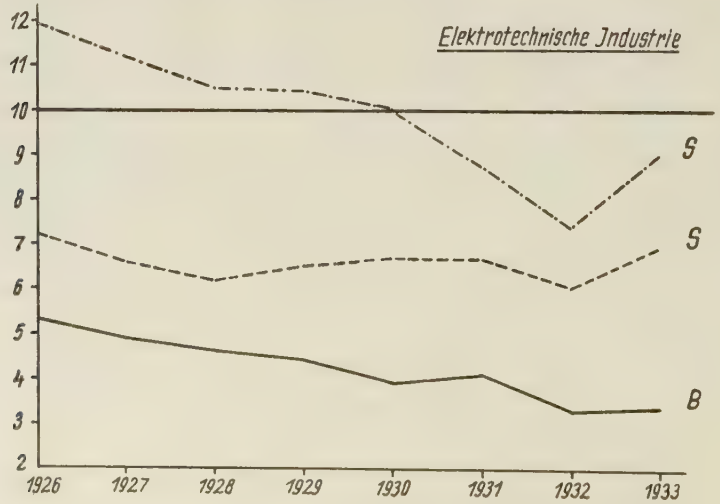
---

[2]) vergl. Wirtschaft und Statistik 1932 S. 471.



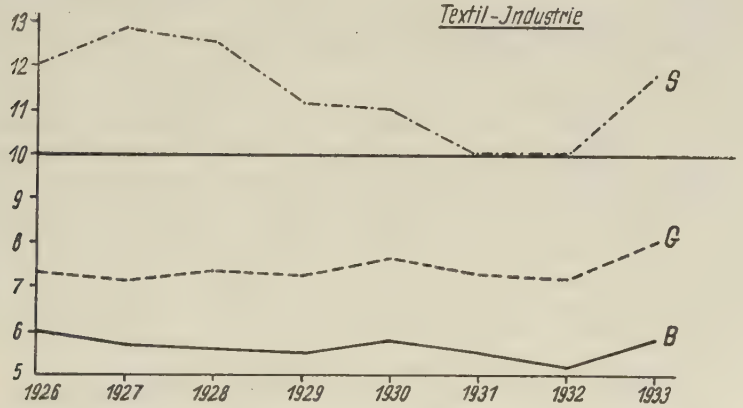
Die Betriebsanlagen dieses Industriezweiges machten 1926 etwa die Hälfte des Eigenkapitals aus. Die gute Konjunktur der Jahre 1927/28 brachte eine Erweiterung der Betriebsanlagen, die in den Bilanzen des Jahres 1928 in einer erheblichen Steigerung des Anlageanteils am Eigenkapital in Erscheinung tritt. Von da ab folgt ein kontinuierlicher Rückgang, der durch das Krisenjahr 1932 etwas verstärkt wird. Im Jahre 1933 ist der Anteil der Betriebsanlagen wieder auf den Stand von 1926 herabgesunken und beträgt nicht mehr ganz 50 Prozent.

Eine andere Entwicklung haben dagegen die Beteiligungen genommen. Diese waren von 1926 auf 1927 stark angestiegen und bewirkten, daß die Gesamtanlagedeckung 80% des Eigenkapitals betrug. Um diesen Prozentsatz hat dann die Deckung auch in den folgenden Jahren geschwankt, sie ist im Jahre 1930 noch etwas gestiegen, von da ab zurückgegangen, seit 1931 jedoch nicht ganz so stark wie die Betriebsanlagen.



Der Anteil der Betriebsanlagen, der 1926 etwa 50% des Eigenkapitals ausmachte, ist in den folgenden Jahren ständig gesunken. Die Erhöhung in dem Krisenjahr 1931 beruht darauf, daß die elektrotechnische Industrie in diesem Jahre einen erheblichen Verlust auswies, nämlich 12.4% des bilanzmäßigen Eigenkapitals[3]), wodurch sich der prozentuale Anteil der Betriebsanlagen an diesem erhöhte. Das folgende Jahr brachte bedeutende Kapitalherabsetzungen, jedoch auch eine Erhöhung der offenen Reserven, die um die Sanierungsgewinne erhöht wurden. Gleichzeitig wurde aber auch der Abschreibungsprozentsatz erhöht, sodaß im Jahre 1932 die Betriebsanlagen einen entsprechend niedrigeren Anteil am Eigenkapital ausmachen.

Die Beteiligungen haben bis 1928 die gleiche Bewegungsrichtung wie die der Betriebsanlagen. Von da ab setzt jedoch eine rasche Steigerung ein, sodaß die Gesamtdeckung der Anlagen im Jahre 1931 etwa 67% beträgt. Nach einem vorübergehenden Absinken im Jahre 1931 auf etwa 60% steigt die Gesamtanlagedeckung infolge einer starken Erhöhung der Beteiligungen wieder auf 70% und erreicht damit beinahe den Stand des Jahres 1926.

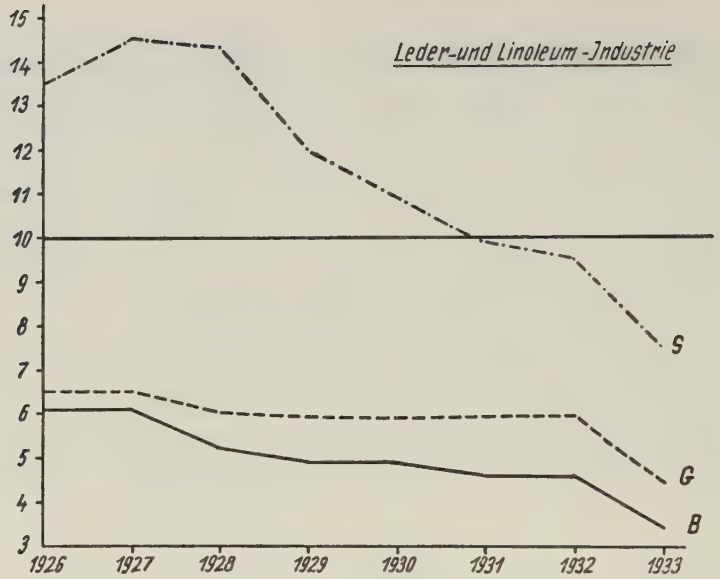


Die Betriebsanlagedeckung der Textilindustrie schwankt in den Jahren 1926—1933 zwischen 50—60% des Eigenkapitals. Die Höhepunkte liegen in den Jahren 1926—1930, 1933, während der tiefste Stand auch hier im Jahre 1932 liegt. Das starke Ansteigen im Jahre 1933 dürfte aus der günstigen Konjunktur dieser Branche und der beginnenden Umstellung auf neue Herstellungsverfahren, die beide auf eine Erweiterung der Anlagen drängten, zurückzuführen sein.

Die Beteiligungen erfuhren eine kontinuierliche Erhöhung, die sich im Sinne einer Steigerung der Gesamtanlagedeckung (1926 73%), (1933 80%) auswirkten.

---

[3]) Wirtschaft und Statistik 1932 S. 482.

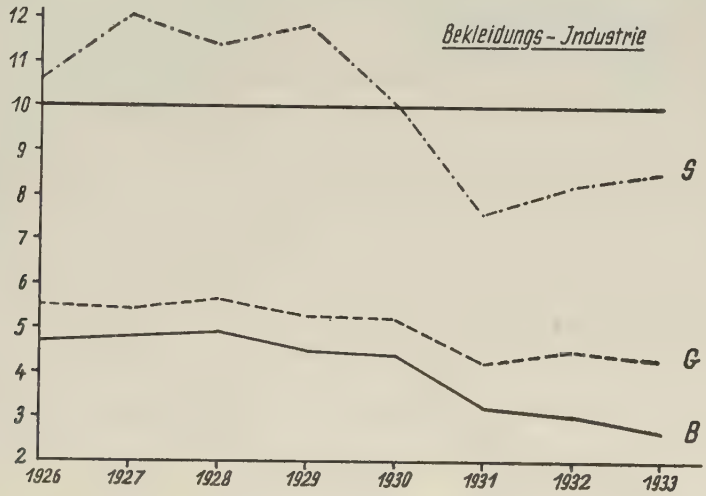


Die Betriebsanlagedeckung der Leder- und Linoleum-Industrie, die im Jahre 1926 noch 61% betrug, erfuhr im Verlaufe der folgenden Jahre eine dauernde Senkung, sodaß der Prozentsatz der Betriebsanlagen vom Eigenkapital im Jahre 1932 nur 50%, im Jahre 1933 sogar nur noch 35% ausmachte. Die starke Veränderung in diesem Jahre ist auf die Sanierung der Deutschen Linoleumwerke A. G. zurückzuführen, in deren Verlauf starke Sonderabschreibungen auf Anlagen und Beteiligungen erfolgten[4]). Die Beteiligungen selbst spielen in diesem Industriezweige, wie die Darstellung zeigt, keine bedeutende Rolle, obwohl sie im Gegensatz zu den Anlagen von 1927—1932 ständig zunehmen.

[4]) Wirtschaft und Statistik 1934 S. 542.

Diese Industrie ist stark anlageintensiv. Im Jahre 1926 betrug die Betriebsanlagedeckung 60% und stieg bis zum Jahre 1928 auf 80%. Seit dieser Zeit ging der relative Anteil der Betriebsanlagen zurück und erst im Jahre 1932 tritt eine Erhöhung der Anlagedeckung ein, die jedoch nur auf eine Unterbrechung der Kontinuität des statistischen Ausweises zurückzuführen ist. Es werden im Jahre 1931 3, im Jahre 1932 aber 5 Betriebe erfaßt. Wenn man die 3 1930 ausweisenden Unternehmungen weiter verfolgt, dann zeigt auch die Anlagedeckung im folgenden Jahre sinkende Tendenz.

Die Beteiligungen spielen in der genannten Industrie eine so untergeordnete Rolle, daß ein besonderer Ausweis nicht möglich ist.

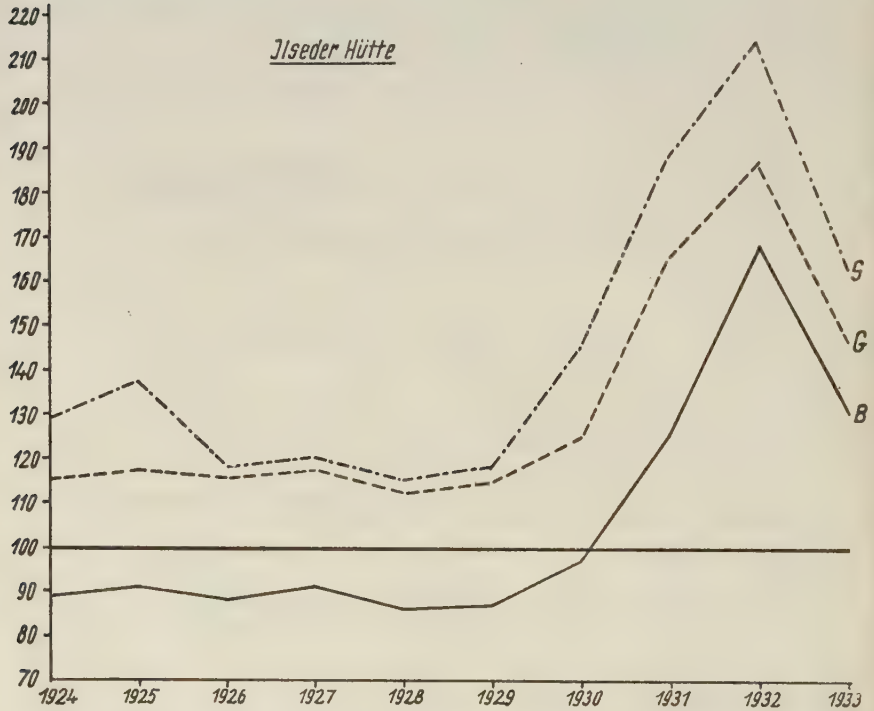


Diese Industrie zeigt bis zum Jahre 1930 eine fast unveränderte um 50% schwankende Betriebsanlagedeckung. Mit der Krise nimmt auch der bilanzmäßig ausgewiesene Anteil der Betriebsanlagen im Verhältnis zum Eigenkapital ab, und er beträgt im Jahre 1933 nur noch 28%. Die Beteiligungen, die nicht sehr erheblich sind, entwickeln sich bis zum Jahre 1931 annähernd parallel zu den Betriebsanlagen und zeigen von da ab steigende Tendenz. Die Gesamtanlagedeckung geht über 55% nicht hinaus; sie beträgt im Jahre 1933 nur noch 45%, ein Zeichen für die geringe Anlageintensität der Bekleidungsbranche.

Die Untersuchung der Anlagedeckung in Einzelbilanzen zeitigt als allgemeines Ergebnis, daß in der Relation der Bilanzzahlen von Jahr zu Jahr ähnliche Tendenzen zum Ausdruck kommen, wie innerhalb der Gesamtindustrie. Aber es machen sich in den Einzelbilanzen doch häufig Sonderentwicklungen bemerkbar, die bei fast jeder Unternehmung in mehr oder minder starkem Maße festzustellen sind und die einen

starken Ausschlag der Kurven nach der einen oder anderen Richtung zur Folge haben. Bei einer Zusammenfassung einer größeren Anzahl von Bilanzen werden solche Sonderbewegungen abgeschwächt oder sogar kompensiert.

Eine Betrachtung der Anlagedeckung der Ilseder Hütte führt zu folgendem Ergebnis:

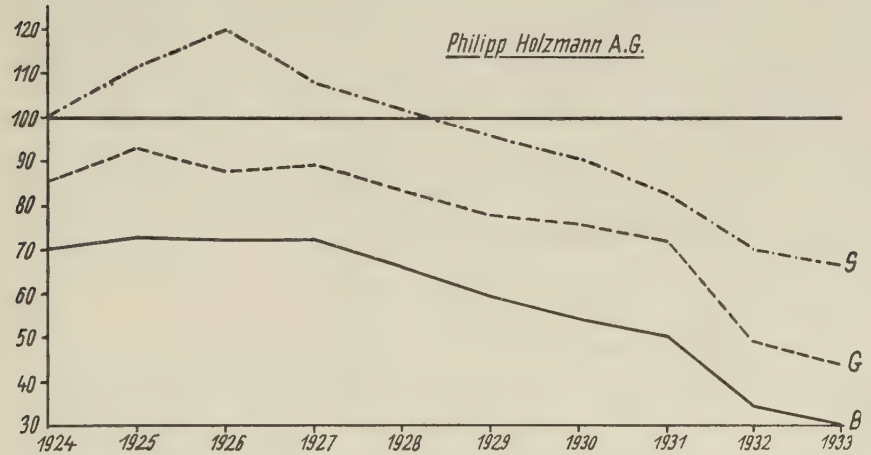


Die Kurve der Betriebsanlagedeckung verläuft bis zum Jahre 1930 mit derjenigen der Industrie der Grundstoffe parallel. Ebenso wie in der Industriegruppe herrscht zunächst Ueberdeckung, wenn auch diese bei der Einzelunternehmung um wenige Prozente geringer ist als der Durchschnitt der Industrie. Die Erweiterung der Anlagen in den Jahren günstiger Marktlage kommt in der abnehmenden Anlagedeckung zum Ausdruck, während in den folgenden Jahren die Abschreibungen überwiegen, sodaß die Ueberdeckung wieder größer wird.

Ebenso wie die Gesamtindustrie weist die Ilseder Hütte große Beteiligungen aus, die während der gesamten Periode nur etwa zur Hälfte mit Eigenkapital finanziert wurden; hinsichtlich der Gesamtanlagedeckung ist also Unterdeckung vorhanden. Im Jahre 1930 haben

sich die Anlagewerte durch Bau eines Hafens, einer Großkokerei und einer Ferngasleitung stark vermehrt, sodaß in diesem Jahre die gesamten Betriebsanlagen gerade durch das Eigenkapital gedeckt werden, die Beteiligungen und Vorräte werden in voller Höhe durch Fremdkapital finanziert. Obwohl, wie bereits an anderer Stelle dargelegt wurde, der Ilseder Hütte langfristiges Fremdkapital in beträchtlicher Höhe zur Verfügung stand, reichte dieses zur Finanzierung des Anlageausbaues nicht aus. Die Gesellschaft berichtet hierzu: „Leider war es nicht mehr möglich, das gesamte zur Fertigstellung der Neuanlagen erforderliche Kapital langfristig aufzunehmen“[5]).

Eine Zusammenlegung des Aktienkapitals im Jahre 1931 im Verhältnis 3:2 läßt die gesamten Anlagewerte trotz starker Abschreibungen im Vergleich zum Eigenkapital stark anschwellen, sodaß in diesem Jahre eine bedeutende Unterdeckung vorhanden ist. Diese vergrößerte sich noch im folgenden Jahre, als durch Uebernahme zweier Konzerngesellschaften die Betriebsanlagewerte weiterhin stark in die Höhe gingen, bei gleichzeitigem Rückgang der ausgewiesenen Beteiligungen.



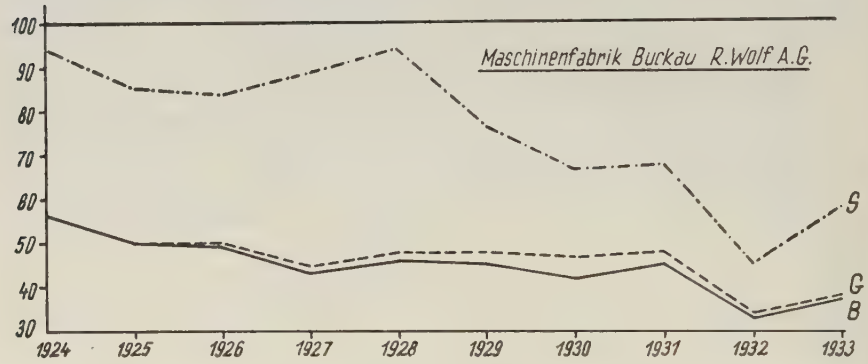
Die Philipp Holzmann A.G. weist bis zum Jahre 1927 infolge Vergrößerung der Anlagen leicht sinkende Anlagedeckung aus, wobei die Betriebsanlagen 70% des ausgewiesenen Eigenkapitals ausmachen. Die Gesamtanlagedeckung bewegt sich in dem Zeitraum 1924—1927 um 90%. In den folgenden Jahren sinkt die Betriebsanlagen- und Beteiligungskurve bis zum Jahre 1931 kontinuierlich; die Betriebsanlagedeckung beträgt in diesem Jahre 50%, die Gesamtanlagedeckung etwa 70% des Eigenkapitals.

Ein noch stärkeres Absinken ergibt sich im Jahre 1931 auf 1932, trotz Zusammenlegung des Aktienkapitals von 20 auf 13,3 Mil-

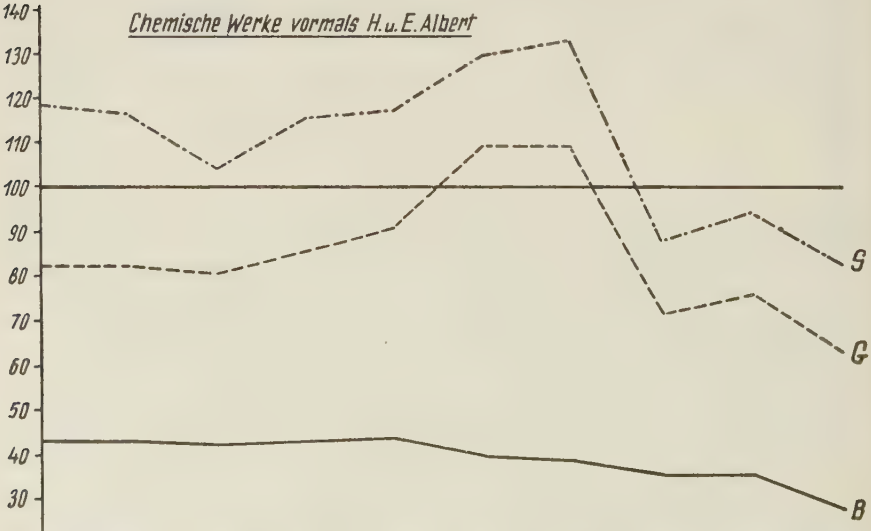
[5]) Geschäftsbericht der Ilseder Hütte für das Jahr 1931 S. 7.

lionen, weil die Anlagewerte durch starke Sonderabschreibungen noch mehr herabgesetzt wurden. Die Anlagedeckung beträgt schließlich im Jahre 1933 nur noch 30%, die der Gesamtanlagen 45%.

Auch die Anlagedeckung der Maschinenfabrik Buckau R. Wolf A.G. weist eine starke Ueberdeckung auf, wobei eine kontinuierliche Zunahme festzustellen ist. Die Beteiligungen spielen bei dieser Unternehmung nur eine untergeordnete Rolle.

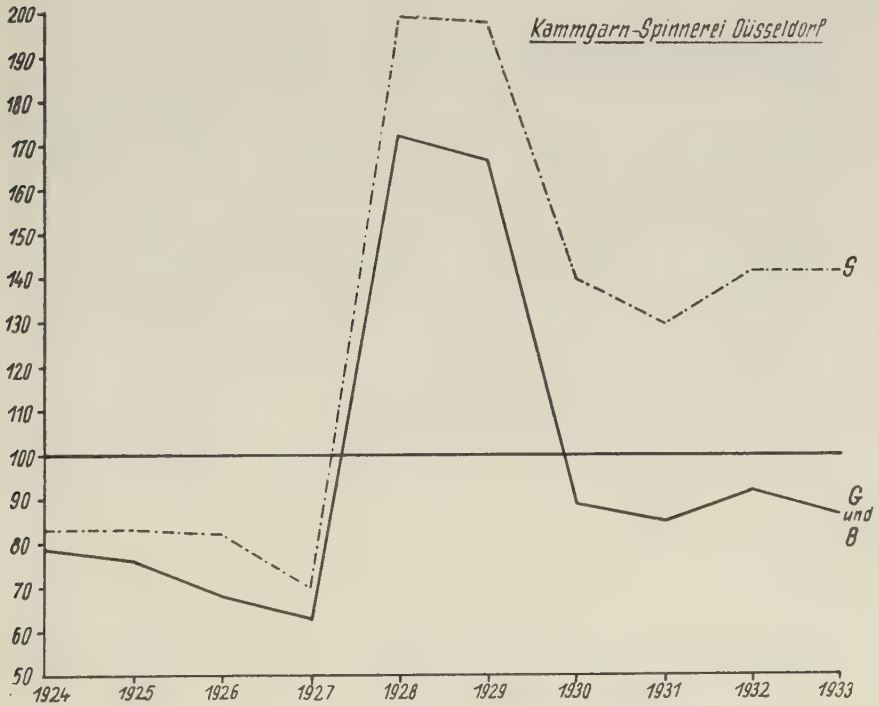


Demgegenüber treten die Beteiligungen bei den Chemischen Werken vorm. H. u. E. Albert stark hervor. Während die

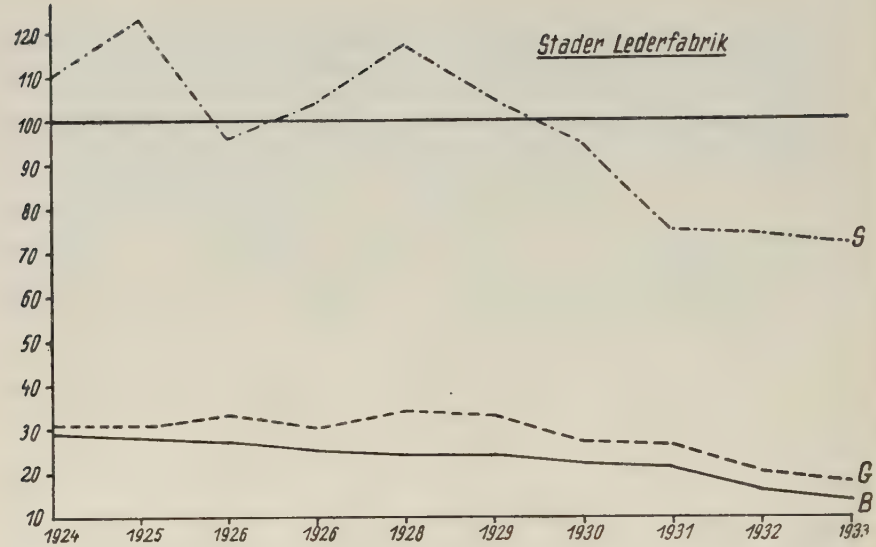


Betriebsanlagen vom Eigenkapital um über 1/2 (1924) bis 1/3 (1933) überdeckt sind, wird der größte Teil der eigenen Mittel benötigt, um die Beteiligungen zu finanzieren. In den Jahren 1928 und 1929 war sogar Unterdeckung vorhanden; es mußte ein Teil der stark aufgeblähten Beteiligungseffekten mit Hilfe kurzfristiger Mittel finanziert werden.

Die starke Unterdeckung in den Jahren 1928 und 1929 bei der Kammgarnspinnerei Düsseldorf beruht auf der bereits dargestellten Angliederung eines Unternehmens, was zunächst mit Hilfe von Fremdkapital geschah. Erst die Kapitalerhöhung des Jahres 1930 stellte eine normale Relation zwischen Eigenkapital und Betriebsanlagen wieder her. Beteiligungen weist die Bilanz nicht aus.



Die Stader Lederfabrik kann als Beispiel für eine rohstoffintensive Industrie dienen. Die an und für sich im Vergleich zum Eigenkapital niedrigen Anlage- und Beteiligungswerte zeigen während des untersuchten Zeitraumes ein langsames Absinken und im Jahre 1932 machen die Gesamtanlagen nur noch 18% des Eigenkapitals aus. (gegenüber 1924: 31%).



Die bei der Heidenauer Papierfabrik bis zum Jahre 1926 zu beobachtende Betriebsanlagen-Unterdeckung wurde durch die Stillegung und Abstoßung eines Werkes im Jahre 1927 in eine starke Ueberdeckung abgewandelt. Von diesem Zeitpunkt ab steigt die Deckung kontinuierlich, und im Jahre 1933 wird etwa die Hälfte der eigenen Mittel zur Finanzierung der Anlagen benötigt. Beteiligungen weist die Unternehmung nicht aus.

2. Die Sachwertdeckung.

Die stärkere Reagibilität der Umsatzgüter gegenüber konjunkturellen Einflüssen läßt sich auch in der Sachwertdeckung erkennen. Während Betriebsanlagen und Beteiligungen in Bezug auf die Eigenkapitalgröße nur geringfügigen Veränderungen ausgesetzt sind, bilden die Vorräte ein sehr viel beweglicheres Element im Aufbau der Realgüter der Unternehmung. Das ist darauf zurückzuführen, daß die Waren von Preisänderungen des äußeren Preisniveaus schneller erfaßt werden als die nur langsam sich umsetzenden Anlagegüter: Aber auch die durch Absatzsteigerung und Absatzstockung sich ergebenden mengenmäßigen Unterschiede, die von Bilanztermin zu Bilanztermin recht erheblich sein können, lassen die realen Umsatzträger beweglicher erscheinen, als die Betriebsanlagen und Beteiligungen.

Es kommt ferner hinzu, daß nach den gesetzlichen Vorschriften des § 261,3 HGB. Anlagen, die dauernd zum Geschäftsbetrieb der Gesellschaft bestimmt sind, ohne Rücksicht auf einen geringeren Wert zum Anschaffungs- oder Herstellungswert in die Bilanz eingesetzt werden dürfen, während für die Ware der gleiche § 261 in Satz 1 das Niederstwertprinzip vorschreibt. Das bedeutet aber, daß Preissenkungen der Krise sich bei den Warenbeständen viel stärker fühlbar machen müssen, als bei den Anlagen.

Es sollen nun die Deckungsverhältnisse bei verschiedenen Industrien dargestellt werden, wobei auf die bereits bei der Anlagedeckung beigefügten graphischen Darstellungen zurückverwiesen werden muß.

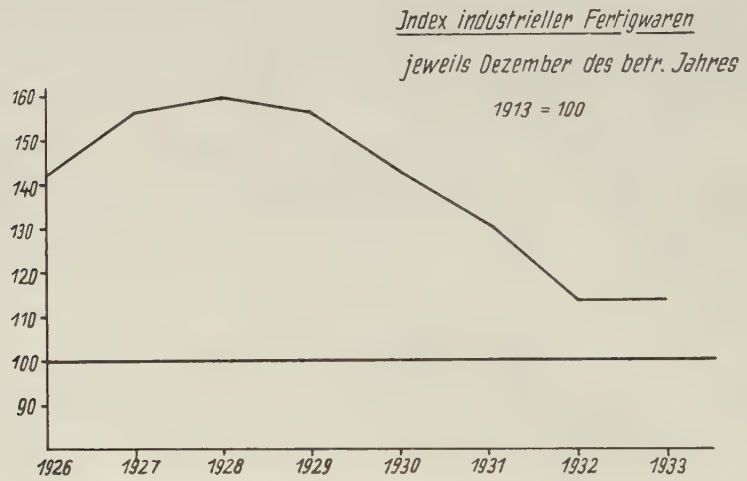
Bei der Industrie der Grundstoffe ist auffällig, daß in der Deckung der Vorräte in den Jahren 1926 bis 1933 nur geringe Schwankungen festzustellen sind. Die Tatsache, daß trotz eines starken Absinkens des Index für industrielle Rohstoffe und Halbwaren (Januar 1926 134,4 Januar 1932 92,2 / 1913 = 100) die Vorräte in dieser Industrie relativ etwa auf gleicher wertmäßiger Höhe geblieben sind, läßt darauf schließen, daß eine Vergrößerung der Lagerhaltung stattgefunden hatte, die durch die Absatzkrise verursacht war.

Da das Eigenkapital in voller Höhe durch die Anlagedeckung in Anspruch genommen wird, und diese z. T. sogar noch fremde Mittel beanpsrucht, mußten die Warenbestände in dieser Industrie in voller Höhe durch langfristiges Fremdkapital finanziert werden. Dabei zeigt eine genauere Untersuchung, daß in manchen Jahren auch das langfristige Kapital zur Sachwertdeckung nicht ausreichte; in den Jahren 1926/27, 1930/31 und 1933 mußten kurzfristige fremde Mittel zur Deckung der Vorräte herangezogen werden.

Eine ganz andere Entwicklung zeigen die Gesamtzahlen der verarbeitenden Industrie. Während auch hier in den Jahren 1926 bis 1930 eine starke Unterdeckung festzustellen ist, tritt mit dem Preissturz der Krise in dieser Beziehung ein Umschwung ein, indem vom Jahre 1931 ab das Eigenkapital zur Deckung der gesamten Sachwertbestände ausreicht, während in der vorangegangenen Periode in erheb-

lichem Maße kurzfristige fremde Mittel zur Finanzierung der Warenbestände herangezogen werden mußten.

In welchem Maße die Preisentwicklung die Warenkonten und damit die Sachwertdeckung beeinflußt, zeigt die Kurve der Indices industrieller Fertigwaren, die die gleiche Bewegungsrichtung aufweist, wie die Kurve der Sachwertdeckung. Dies gilt nicht nur für die gesamte verarbeitende Industrie, sondern ist auch bei jeder einzelnen Branche immer wieder festzustellen.



Innerhalb der einzelnen Industriezweige zeigt die Sachwertdeckung allenthalben den soeben geschilderten Verlauf, also bis zum Jahre 1931 eine je nach der Eigenart der Branche mehr oder minder erhebliche Unterdeckung, sodaß Fremdkapital, in der Regel neben langfristigem in größerem Umfange kurzfristiges, herangezogen werden mußte. Erst mit dem Höhepunkt der Krise, die gleichzeitig einen Tiefstand der Preise mit sich brachte, erweist sich das Eigenkapital für die gesamte Sachwertdeckung als ausreichend. Die Ursache für die Unterdeckung in Zeiten ansteigenden Preisniveaus dürfte darin zu suchen sein, daß die Realgüter im Werte steigen, ohne daß das Eigenkapital die gleiche Bewegung mitmacht, weil die Wertsteigerungen nicht über Kapital sondern über die V+G Rechnung verrechnet werden. Die Diskrepanz in dem Verhältnis Realwerte und Eigenkapital wäre freilich noch größer, wenn die Sachwerte mit dem vollen Tageswert in die Bilanz eingesetzt würden, ohne daß eine Korrektur des Kapitalkontos erfolgt. Die Unternehmungen pflegen aber die Sachgüter in Zeiten aufsteigender Konjunktur unterzubewerten d. h. stille Reserven zu legen. Dadurch werden die Vermögenswerte zu klein ausgewiesen bei gleichem oder annähernd konstantem Eigenkapital. Das Verhältnis Realwerte zu Eigenkapital ergibt demnach einen zu kleinen Bruch, die Unterdeckung

erscheint kleiner als sie in Wirklichkeit ist[6]). Dies ist beispielsweise in der Maschinen-, Apparate- und Fahrzeugbau-Industrie, in der Textil-Industrie und in der papierverarbeitenden Industrie der Fall. In den Branchen, in denen die Unterdeckung in der Konjuktur nicht sehr erheblich war, sinkt die Deckungskurve in der Krise erheblich unter die Eigenkapitalgrenze, wie beispielsweise in der chemischen Industrie, in der elektrotechnischen Industrie und in der Bekleidungsindustrie. Die gleiche Wirkung bringt aber auch ein ungewöhnlich starker Preisfall hervor, wie dies die Beispiele der Leder- und der Bekleidungsindustrie erkennen lassen.

Die gleichen Tendenzen, die sich bei den Gesamtzahlen der industriellen Branchen feststellen ließen, machen sich auch in den Einzelbilanzen der entsprechenden untersuchten Unternehmungen bemerkbar, wenn auch hier wiederum durch besondere von Unternehmung zu Unternehmung wechselnde Maßnahmen die Entwicklungslinien für kürzere Zeit eine von der allgemeinen Linie abweichende Gestaltung annehmen können.

3. Die Wertgleichheit der Realwerte.

Mit der vorliegenden Untersuchung ist gleichzeitig die Frage nach Wertgleichheit der realen Vermögens- und Kapitalwerte beantwortet worden. Es zeigte sich, daß in Zeiten aufsteigender Konjunktur das Eigenkapital zur Deckung der in der Unternehmung gebundenen Sachwerte nicht ausreichte. Vielmehr mußte das langfristige Fremdkapital und große Teile des kurzfristigen Leihkapitals zur Finanzierung der Sachwerte mit herangezogen werden. Erst mit dem Einbruch der Krise und dem in ihrem Verfolg sinkenden Preis-Niveau wurde die Wertgleichheitslinie erreicht bzw. mit dem Fortdauern der krisenhaften Erscheinungen im Jahre 1932 stark unterschritten.

Die dadurch notwendig werdenden Abwertungen hatten allein das Eigenkapital und die stillen Reserven zu tragen. Wenn die Sanierungswelle, die im Jahre 1931 mit besonderer Schärfe einsetzte, sich in den Bilanzzahlen nicht noch stärker auswirkte, so hatte dies mehrere Gründe. Erstens haben die Unternehmungen, die von dem Preisfall besonders stark betroffen wurden, ihren Abschluß hinausgezögert, sodaß gerade diese Unternehmungen statistisch nicht mehr erfaßt wurden. Andererseits wurden von den bilanzierenden Unternehmungen die Vermögensminderungen mit den Betriebsgewinnen aus den bekannten rechnungsmäßigen Gründen vermischt, sodaß der schließlich ausgewiesene Verlust nicht die volle Vermögensminderung enthält.

Soweit die Unternehmungen zu Sanierungen schritten, wurde das Eigenkapital nicht in vollem Maße der Zusammenlegung vermindert. Es wurden entweder die Reserven um den Betrag der Sanierungsgewinne erhöht oder häufig die Sanierung mit einer folgenden Kapitalerhöhung verbunden.

---

[6]) vergl. hierzu die ausführlichen Darlegungen auf S. 99.

Aus diesem Grunde können die ausgewiesenen Bilanzzahlen über das tatsächliche Wertverhältnis nicht viel aussagen, besonders dann nicht, wenn, wie im Falle der seit 1931 ausgewiesenen Unterdeckung, die Anlagen und Vorräte aus erzielten Sanierungsgewinnen weit unter den Tageswert abgeschrieben wurden und auf diese Weise stille Reserven enthalten.

Es ist festzustellen, daß mit dem Aufhören der Krise auch die Unterdeckung die Tendenz hat, zu verschwinden. Die Deckungskurve zeigt seit dem Jahre 1933 in vielen Fällen eine Umkehr in der Bewegungsrichtung und bewegt sich wieder auf die Wertgleichheitslinie zu.

Man kann also hinsichtlich der Wertgleichheit der Realwerte sagen, daß die Praxis mehr oder weniger bewußt die theoretisch zu fordernden Grundsätze beachtet, soweit nicht außerbetriebliche Gegebenheiten dagegen stehen. Wenn in den Jahren des Aufschwungs die Sachwerte nicht voll durch Eigenkapital und nicht einmal ganz durch langfristiges Fremdkapital finanziert wurden, so liegt das daran, daß solches Kapital nicht genügend zur Verfügung stand. Die eintretende Krise hat dann sowohl einen Abbau der kurzfristigen Verschuldung wie auch der Warenläger gebracht.

Wie im einzelnen die Wertgleichheit der nominalen Geldwerte verlief, und welche Liquiditätszustände im Verlaufe des untersuchten Zeitraumes zu beobachten waren, soll, soweit es das zur Verfügung stehende Zahlenmaterial zuläßt, im folgenden Abschnitt dargestellt werden.

C. Die Entwicklung des Verhältnisses der nominalen Aktiv- und Passivwerte.

Der exakten Untersuchung der nominalen Aktivwerte in ihrer Beziehung zu den kurz- und langfristigen Schulden stehen insofern Hindernisse entgegen, als die nominalen Aktiven in den von der Statistik bearbeiteten Bilanzen nur in einem einzigen Posten als „Flüssige Mittel" ausgewiesen werden. Diese Position enthält demnach die Kassenbestände, die Debitoren und Bankguthaben; sie enthält aber, worauf bereits schon einmal hingewiesen wurde, nicht die Wertpapiere, da diese in den Beteiligungen mitenthalten sind.

Die Entwicklung der Liquiditätsverhältnisse ist dadurch, daß über die Fälligkeit der einzelnen Posten nichts ausgesagt wird, nicht genau zu ersehen; eher läßt sich schon etwas über die Wertgleichheit der nominalen Aktiv- und Passivwerte aussagen, weil dabei die Fälligkeiten keine ausschließliche Rolle spielen.

1. Die Wertgleichung.

Bekanntlich muß in der Unternehmung, will sie gegen die Schwankungen des Geldwertes gesichert sein, die Summe aller nominalen

Passivwerte gleich sein der Summe aller nominalen Aktivwerte. Ist dieser theoretischen Forderung Genüge getan, dann besteht in der Unternehmung „Wertgleichheit". Die Bilanzen der Praxis zeigen aber, daß dieser Idealzustand nur selten und für kurze Zeiträume erreicht wird; in der Regel ist ein Ueberschuß der einen über die anderen festzustellen. Es ist demnach immer eine Abweichung von der Wertgleichheit in der einen oder anderen Richtung vorhanden. Um die jeweilige Lage zum Ausdruck zu bringen, ist es notwendig, zu sagen, ob die aktiven oder passiven Geldwerte überwiegen. Um die umständliche Terminologie „Ueberschuß der Geldforderungen bzw. der Geldschulden" zu vermeiden, hat Gauterin den Begriff „Wertgleichung" eingeführt, mit dem er die Abweichung von der Wertgleichheit zum Ausdruck bringen will. „Ueberwiegen die Aktivziffern, so sprechen wir von einer aktiven Wertgleichung, im anderen Falle von einer passiven Wertgleichung"[1]).

Auf die Gestaltung der Wertgleichung wirken nach Gauterin 3 Faktoren[2]):

a. passiv
   1. Anlagenvermehrung
   2. Bestandsvermehrung
   3. Ausschüttungen (auch Umsatzverluste)
b. aktiv
   1. freiwerdende Abschreibungsbeträge
   2. Bestandsverminderungen
   3. Zugang zum Eigenkapital.

Im folgenden soll es sich nun nicht darum handeln, die absolute Höhe der Wertgleichheit darzustellen, sondern die periodische Entwicklung zu verfolgen. Für die Vorkriegszeit hat Lieboner für 8 verschiedene Unternehmungen hinsichtlich der nominalen Geldwerte eine aktive Wertgleichung festgestellt, nur in Krisenjahren pflegte die Aktivität zurückzugehen bzw. in Passivität umzuschlagen[3]).

In der Nachkriegszeit verlief die Entwicklung, wie die nachfolgenden Untersuchungen noch zeigen werden, nicht einheitlich. Doch ist hinsichtlich der Wertgleichheit von Aktivgeldwerten zu den kurzfristigen bzw. gesamten Geldschulden[4]) für die Jahre nach 1926 überblicksweise folgendes festzustellen: In den Jahren der ansteigenden Konjunktur, also bis 1928 bzw. 1929, herrscht passive Wertgleichung, wobei die Tendenz besteht, diese Passivität zu verringern. Mit dem Beginn der Krise, also im Jahre 1930, macht sich ein Rückschlag bemerkbar, d. h. die Verringerung der Passivität setzt sich in den Bilanzen dieses Jahres nicht fort, oder sie wird wieder etwas größer. In dem folgenden Jahre 1931 wird dagegen die Wertgleichheitslinie ganz oder nahezu

---

[1]) Gauterin, a. a. O., S. 53.
[2]) Ebenda.
[3]) vergl. Lieboner, Wertgleichheit und Konjunktur nach Vorkriegsbilanzen, Diss. Ffm. 1926.
[4]) vergl. die Einzeldarstellungen S. 204 ff.

ganz erreicht, um in den folgenden Jahren der stärksten Krise überschritten zu werden. Von da ab ist also aktive Wertgleichung vorhanden.

Versucht man die Ursachen des gegensätzlichen Verhaltens der Aktiv- und Passivgeldwerte in den Jahren der Konjunktur vor und nach dem Kriege aufzudecken, so muß man sich zunächst vergegenwärtigen, daß man es vor dem Kriege mit einer aufsteigenden, durch wenig oder keine außerwirtschaftlichen Eingriffe gehemmten Wirtschaft zu tun hatte. Erweiterungen wurden erst dann vorgenommen, wenn die Unternehmung die notwendigen liquiden Mittel zur Verfügung hatte, und die Finanzierung durch Eigenkapital oder zumindest durch langfristiges Fremdkapital sichergestellt war. Es waren also Aktivbestände vorhanden, die einen Speicher für Kosten der Ausweitung darstellten und die also für Ausgaben für neue Anlagen zur Verfügung standen[5]). Diese Konstitution läßt die aktive Wertgleichung als etwas natürliches erscheinen und macht sie erklärbar.

Eine ganz andere Lage findet man in der Nachkriegszeit. Der Nachholungsbedarf und die aus Gründen der Konkurrenzfähigkeit durchgeführte Rationalisierung ließen einen starken Kapitalbedarf entstehen, der aber infolge der Kapitalmarktlage nur schwer befriedigt werden konnte. Es wurden in den Jahren der Konjunktur, die nur Scheinkonjunkturjahre waren, kurzfristige Gelder zur Finanzierung der Anlagen oder Vorrätevermehrung herangezogen, die eine passive Wertgleichung bewirkten. Hinzu kommt noch, daß die Gewinnausschüttungen, die zum großen Teil keine echten Umsatzgewinne sondern Scheingewinne waren, zu einer Verminderung der aktiven Geldwerte führten.

In dieser Entwicklung trat um die Jahre 1929/30 eine Stagnation ein. Der Produktionsumfang der deutschen Industrie verringerte sich von 33,4 Milliarden im Jahre 1929 auf 29,7 Milliarden im Jahre 1930[6]).

Dadurch mußte auch der Finanzierungsbedarf zurückgehen. Die Vorratsminderung betrug von 1929 auf 1930 wertmäßig 3,5 Milliarden RM. Durch Ausschaltung des Preisrückganges mit Hilfe des Großhandelsindex kommt Schmalenbach zu dem Ergebnis, daß die Lagerminderung rund 2,48 Milliarden, vermutlich aber noch höher zu veranschlagen gewesen ist[7]). Der Rückgang der Lagerbestände mußte sich aber in einer zunehmenden Verflüssigung der Unternehmungen auswirken. Weiterhin wirkt in der gleichen Richtung die Aufschiebung der Erweiterungs-Verbesserungen und Erhaltungsausgaben für den Produktionsapparat.

Außerdem macht sich in der Krise eine Verminderung der Debitorenbestände bemerkbar. Diese Erscheinung beruht einmal auf den sinkenden mengenmäßigen Umsätzen, zum anderen auf den Preissenkungen an den Warenbeständen. „Infolgedessen wird ein Teil der eingehenden Außenstände nicht wieder für neue Kredite auf der nied-

---

[5]) Schmidt, F., Organische Tageswertbilanz, a. a. O., S. 124.
[6]) Konjunkturstatistisches Handbuch 1933 S. 35.
[7]) Schmalenbach, Kapital, Kredit und Zins, a. a. O., S. 261.

rigeren Wertbasis in Anspruch genommen, sodaß auch aus dieser Quelle eine verstärkte Liquidität der Unternehmung eintreten muß"[8]). Gleichzeitig werden die Unternehmungen versuchen, ihre in der Zeit der Hochkonjunktur entstandenen Außenstände hereinzubekommen, um den Debitorenbestand den veränderten Verhältnissen anzupassen. Auch hieraus resultiert eine erhöhte Liquidität, sofern nicht erhebliche Teile der Außenstände notleidend werden.

Allerdings werden andererseits mit den frei werdenden aktiven Geldbeständen kurzfristige Schulden zurückgezahlt, sodaß die Wertgleichung im großen und ganzen eine erhebliche Aenderung noch nicht zu erfahren braucht. Aber mit der Verschärfung der Krise verstärkten sich die aufgezeigten Tendenzen infolge weiterer Geschäftsschrumpfung durch wert- und preismäßige Umsatzrückgänge sowie fortschreitenden starken Lagerabbaus und Einstellung von Betriebserweiterungen. Darüber hinaus pflegen jetzt die Abschreibungen den Neuzugang an Anlagen zu überschreiten; durch Abstoßen oder Stillegen von Anlagegütern versuchen die Unternehmungen sich dem veränderten Beschäftigungsgrade anzupassen.

Neben den die Neuanschaffungen übersteigenden Abschreibungen wirken die in der Depression zurückbehaltenen Scheinverluste im Sinne einer Verflüssigung der Unternehmungsbilanzen[9]).

Ein Teil der Debitorenbestände pflegt in der Krise einzufrieren, weil viele Betriebe notleidend werden. Deshalb sind nicht alle nominalen Geldwerte dazu geeignet, Kreditoren zurückzuzahlen. Sicherlich werden die Unternehmungen bemüht sein, soweit als möglich die kurzfristige Verschuldung abzudecken; das starke Einschrumpfen der Geldwerte beider Seiten ist ein Beweis hierfür. Trotzdem werden immer gewisse Debitoren in der Bilanz stehen bleiben und eine Verschuldung schon wegen der Inanspruchnahme laufender Lieferantenkredite notwendig sein. Aber die Bilanzen der Krisen zeigen, daß die aktiven Geldwerte die kurzfristigen Schulden zum Teil stark übersteigen, sodaß die Depression durch eine aktive Wertgleichung gekennzeichnet ist.

Weil in dieser Periode der Geldwert auf einer maximalen Höhe steht, liegt in dieser Erscheinung für die Unternehmung keine Gefahr, denn die Kreditoren, die jetzt kaufkraftmäßig die Unternehmung am stärksten belasten, sind durch entsprechende Gegenwerte gedeckt.

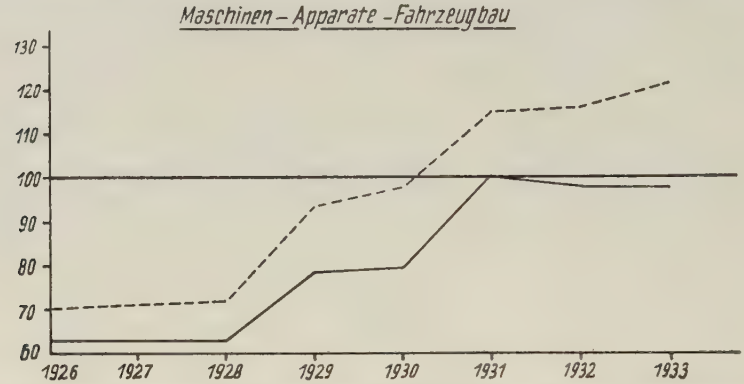
Wenn man bei der Betrachtung der Wertgleichung die kurzfristige und langfristige Verschuldung den Aktivgeldwerten gegenüberstellt, dann ergibt sich zwar die gleiche Richtung in der Bewegungstendenz, nur verläuft die Linie etwas ausgeglichener und sie bewegt sich nicht allzuweit von der Wertgleichheitslinie. Allerdings ergeben sich auch hier für die verschiedenen Branchen erhebliche Abweichungen.

---

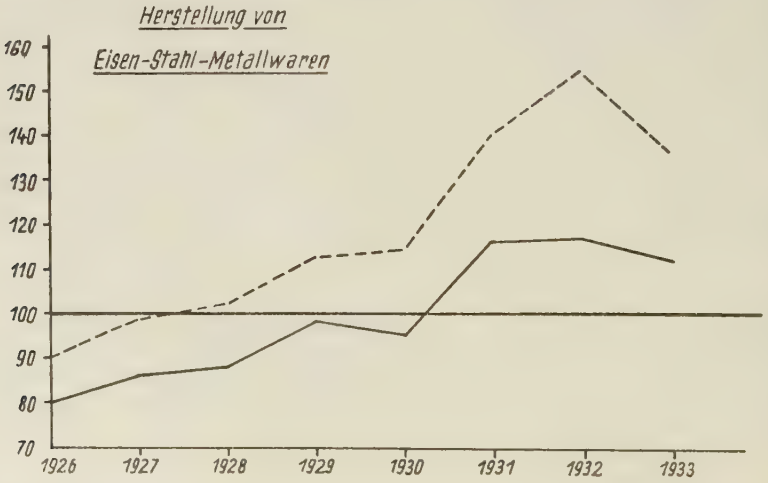
[8]) Schmidt, F., Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre, a. a. O., S. 1374.

[9]) vergl. Schmidt, F., Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre, a. a. O., S. 1373.

Die folgenden Kurven sollen die Wertgleichung für einige Industriegruppen zur Anschauung bringen, auch hierzu wurde wiederum der besseren Uebersicht wegen die zeichnerische Darstellung gewählt[10]).



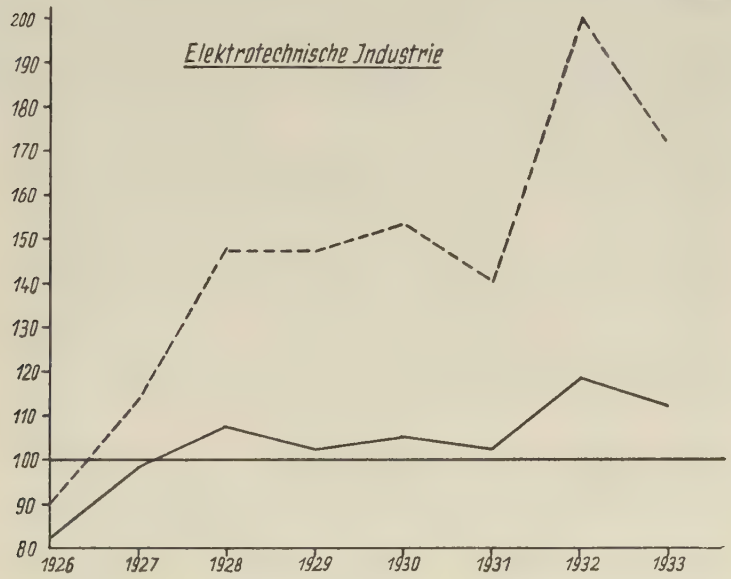
Diese Branche läßt die geschilderte Entwicklung gut erkennen. In den Jahren 1926—1930 passive Wertgleichung, von da ab aktive Wertgleichung, ohne daß sich die Aktivgeldwerte allzuweit von der Wertgleichheit entfernen. Faßt man lang- und kurzfristige Passivgeldwerte zusammen, dann ergibt sich wegen der Geringfügigkeit und Konstanz der langfristigen Schulden die gleiche Bewegungsrichtung; nur wird die Wertgleichheitslinie erst im Jahre 1931 erreicht, von da ab herrscht fast absolute Wertgleichheit.



[10]) Die gestrichelte Linie stellt die Beziehung der flüssigen Mittel zu den kurzfristigen Passiven (letztere = 100), die ausgezogene Linie die flüssigen Mittel zu den nominalen Gesamtpassiven (letztere = 100) dar.

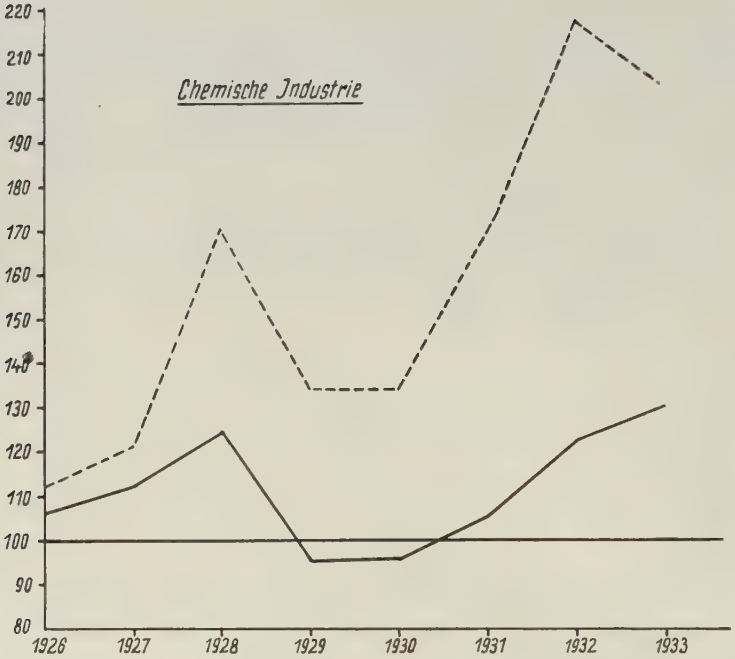
Die Bilanzzahlen, welche die mit der Herstellung von Eisen-, Stahl-, Metallwaren beschäftigten Firmen zusammenfassen, zeigen im Hinblick auf die kurzfristigen Kreditoren in den Jahren 1926 und 1927 passive Wertgleichung, ab 1928 bis 1930 ein nicht erhebliches Ueberwiegen der Aktivgeldwerte über die kurzfristige Verschuldung, jedoch in den Jahren der Krise eine starke Steigerung der Aktivität, die erst mit dem Beginn der ansteigenden Konjunkturphase des Jahres 1933 wieder etwas absinkt.

Beim Hinzunehmen der langfristigen Schulden bleibt die passive Wertgleichung bis zum Jahre 1931 bestehen, steigt im nächsten Jahre steil an und bewegt sich in den folgenden Jahren nicht allzuweit und parallel der Wertgleichheitslinie.

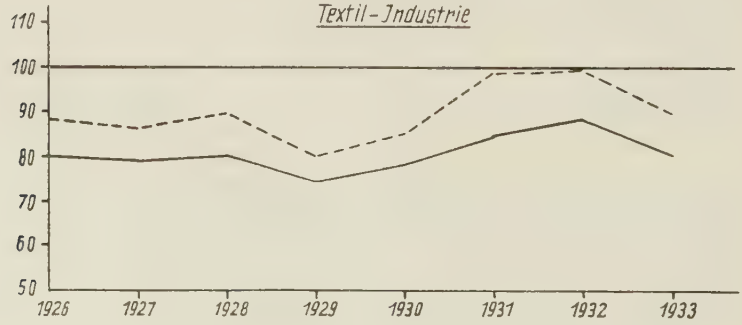


In diesem Industriezweig ist seit dem Jahre 1927 eine aktive Wertgleichung festzustellen. Die langfristige Finanzierung spielt hier eine bedeutendere Rolle als in anderen Branchen, weshalb die Linie, die sich auf die Gesamtverschuldung bezieht, sehr ausgeglichen und nahe der Wertgleichheit verläuft, während im Verhältnis der kurzfristigen Kreditoren und Aktivgeldwerte ein starkes Abweichen von der Wertgleichheit zu beobachten ist.

Ganz ähnliche Beziehungen lassen auch die Kurven der Chemischen Industrie erkennen.



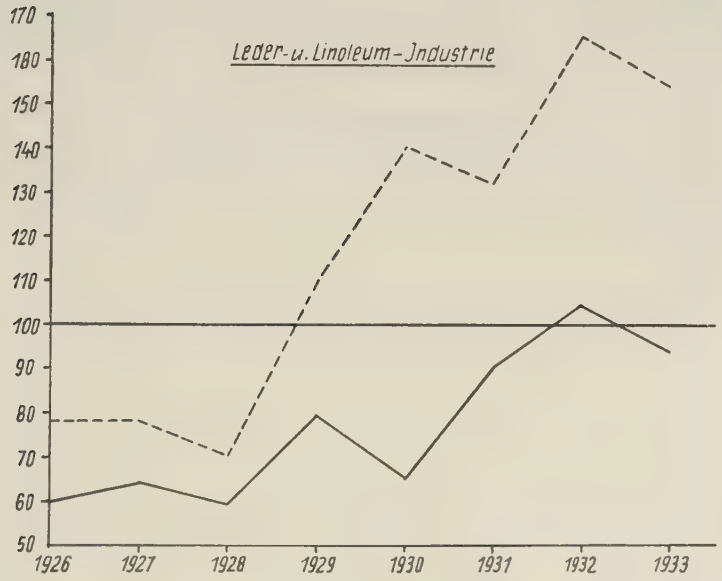
Als Beispiel einer rohstoffintensiven Industrie, die stark mit Krediten gearbeitet hat, diene die Textilindustrie.

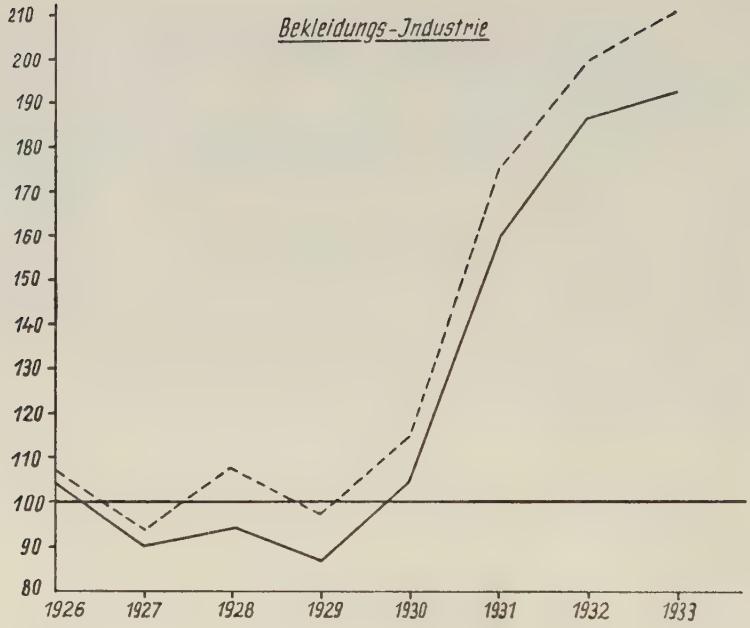


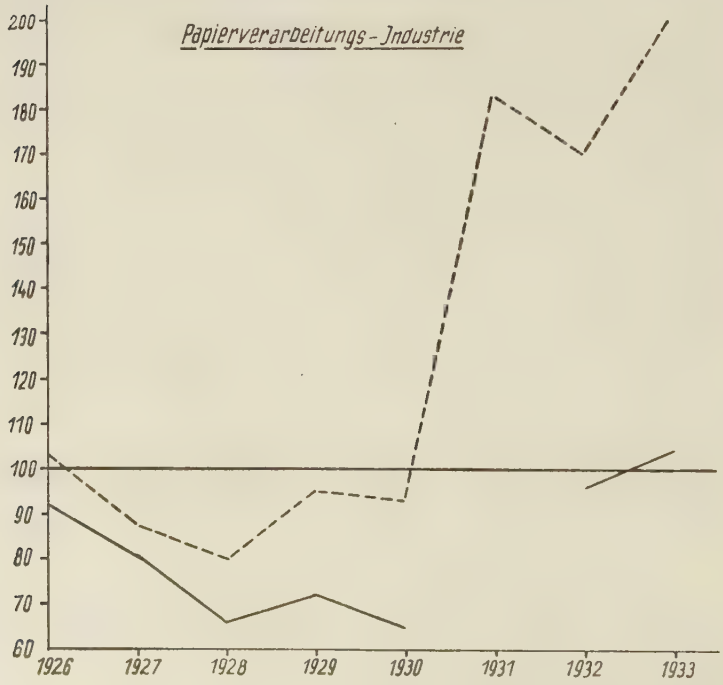
In diesem Industriezweig bestand sowohl hinsichtlich der kurzfristigen, als auch der Gesamtverschuldung passive Wertgleichung.

Dabei ist zu beachten, daß sich beide Kurvenzüge nicht weit von der Wertgleichheitslinie entfernt haben, und in den Krisenjahren wurde die absolute Wertgleichheit nahezu erreicht.

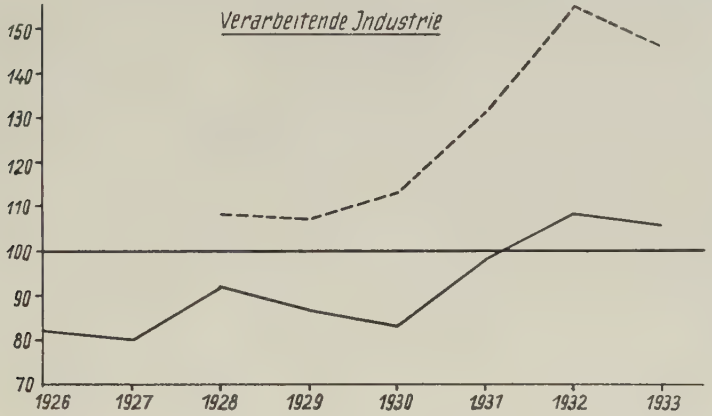
Eine sehr ungleichmäßige Entwicklung zeigen die weiterhin untersuchten Branchen der Papierverarbeitungs-, Bekleidungs- und Leder- und Linoleumindustrie. Bei ihnen kann bis zum Jahre 1930 passive Wertgleichung festgestellt werden mit teils geringer (Bekleidungsindustrie) teils starker (Leder- und Linoleumindustrie) Passivität. Gemeinsam ist ihnen, daß die passive Wertgleichung zumindest bei Betrachtung der kurzfristigen Kreditoren — eine erhebliche langfristige Verschuldung ist nicht vorhanden — in der Krise in starkem Maße zu einer aktiven Wertgleichung umschlägt. Die Entwicklung in den einzelnen Jahren und die Stärke der Ausschläge veranschaulichen die nachstehenden Zeichnungen.




Bekleidungs-Industrie
210
200
190
180
170
160
150
140
130
120
110
100
90
80
1926
1927
1928
1929
1930
1931
1932
1933


Papierverarbeitungs-Industrie
200
190
180
170
160
150
140
130
120
110
100
90
80
70
60
1926
1927
1928
1929
1930
1931
1932
1933

Faßt man nun die Zahlen aller Industriegruppen zusammen, dann ergeben sich folgenden Kurvenbilder:



In der verarbeitenden Industrie bestand seit dem Jahre 1928[11]) hinsichtlich der kurzfristigen Passivgeldwerte aktive Wertgleichung. Bis zum Jahre 1930 bestand ein etwa 10%iges Ueberwiegen der nominalen Aktivwerte, das dann aber im raschen Anstieg bis auf 50% im Jahre 1932 ansteigt.

Die Betrachtung der Wertgleichheit bezüglich der Gesamtverschuldung ergibt ein Ueberwiegen der Passivwerte über die Aktivgeldwerte in den Jahren 1926—1930 um 10—20%. Im Jahre 1931 herrscht etwa Wertgleichheit und von da ab eine wenn auch geringe aktive Wertgleichung.

2. Die Liquidität.

Das Problem der Liquidität, das darauf beruht, „daß zur sofortigen Deckung der kurzfristigen Verbindlichkeiten stets flüssige Mittel vorhanden sind oder in kürzester Frist beschafft werden können, um Zahlungsstockungen zu vermeiden"[12]), ist in das Problem der Wertgleichheit gewissermaßen eingebettet. Das Problem der Wertgleichung ist insofern umfassender, als es bei ihm auf die Uebereinstimmung von sämtlichen nominalen Aktiv- und Passivwerten ankommt, während das Liquiditätsprinzip nur die Uebereinstimmung der Kreditfristen derart verlangt, daß immer genügend flüssige Mittel vorhanden sind, um die fälligen Verbindlichkeiten abzudecken. Zentner erweitert den bisher allgemeinen Liquiditätsbegriff mit Recht insofern, als er auch die Fähig-

---

11) Die beiden vorangegangenen Jahre können nicht herangezogen werden, weil die langfristigen Darlehen in der Statistik unter der kurzfristigen Verschuldung aufgenommen wurden.

12) Gerstner, Bilanz-Analyse, Berlin und Leipzig 1922, S. 222.

keit der Unternehmung, allen aus dem industriellen Umsatzprozeß sich ergebenden Verpflichtungen nachkommen zu können, in den Begriff der Liquidität mit einbezieht[13]).

Ein Bild der Liquiditätslage aus den veröffentlichten Bilanzen zu gewinnen, ist außer ordentlich schwer, wenn nicht oft gar unmöglich. Selbst wenn man die Liquidität in dem bisher gebräuchlichen Sinne, nämlich die Fähigkeit fremde Verpflichtungen fristgemäß abzudecken, als Maßstab anlegt, werden sich praktische zahlenmäßige Unterlagen für eine Beurteilung nicht finden lassen. Das liegt einmal daran, daß weder für die ausgewiesenen Forderungen noch für die kurzfristigen Verbindlichkeiten Anhaltspunkte für die jeweiligen Fristigkeiten vorhanden sind. Es kommt hinzu, daß die veröffentlichten Bilanzen in einem besonderen Sinne „aufgeputzt" sind; gerade auf die Zahlungsbereitschaft richtet sich der Ehrgeiz der Unternehmung in erster Linie, und die Bilanz wird dann häufig so manipuliert, daß die Unternehmung möglichst liquide erscheint. Le Coutre berichtet hierüber: „Die Flüssigkeit ist nicht selten so groß, daß das Bild des Bilanzstichtages nur für den Bilanzstichtag zutrifft und während des ganzen Wirtschaftsjahres ein vielfältiges und oft ganz anderes Bild aufweist"[14]).

Aus diesen Gründen ist es nicht möglich, eine detaillierte Schilderung der Liquiditätslage auf Grund der vorhandenen und benutzten Zahlen zu geben.

Was sich aus den untersuchten Zahlen als Ergebnis gewinnen läßt, sind allgemeine Angaben, die bereits früher gemachte Feststellungen bestätigen[15]).

Es zeigt sich während der Jahre aufsteigender Konjunktur eine Verschlechterung der Liquidität, die auf die erhöhte Beanspruchung der Betriebsmittel, die steigenden Preise der Umsatzträger und die in den Jahren steigenden Absatzes durchgeführten Betriebserweiterungen zurückzuführen ist. Während der Krise tritt dann wieder Verflüssigung ein, deren Ausmaß und Ursachen in dem vorangegangenen Abschnitt bereits dargelegt wurden.

---

[13]) Zentner, Das Liquiditätsproblem in der industriellen Unternehmung, Berlin 1932, S. 17.

[14]) Le Coutre, a. a. O., 2. Bd. S. 286 ff.

[15]) vergl. Schmidt, F., Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre, a. a. O., S. 1374.

VI. Ergebnisse.

Die Bilanzen einzelner Branchen in Bezug auf das Verhalten der Bilanzpositionen innerhalb der konjunkturellen Phasen sind des öfteren untersucht worden[1]). Die vorliegende Arbeit hat den Versuch unternommen, an Hand einer Vielzahl von zusammengefaßten Bilanzen der deutschen Industrie und der Bilanzen einiger wichtiger Branchen die Kapitalausstattung im Verlaufe des Konjunkturrhythmus von 10 der Stabilisierung folgenden Jahren zu untersuchen. Um festzustellen, ob sich durch die Zusammenfassung einer größeren Zahl von Geschäftsabschlüssen nicht etwa ein gewisser zahlenmäßiger Ausgleich einzelner Erscheinungen ergibt, wurde außerdem noch eine größere Reihe von Einzelbilanzen zur Kontrolle herangezogen, von denen die Ergebnisse von 7 Unternehmungen in die Arbeit aufgenommen wurden. Dabei stellte sich heraus, daß individuelle Erscheinungen innerhalb der einzelnen Unternehmung der allgemein festgestellten Bewegungs- und Entwicklungstendenz zuwiderlaufen können; aber im großen und ganzen deckten sich die Einzelzahlen in ihrer Bewegungsrichtung mit denen der Gesamtheit der Branche, sodaß man die Durchschnittszahlen, die ja letzten Endes nichts anderes als die Zahlen summierter Einzelbilanzen sind, hinsichtlich ihrer Aussagekraft als typisch ansehen kann.

In großen Zügen lassen sich zusammenfassend folgende Feststellungen treffen:

Hinsichtlich der Ausstattung der Unternehmung mit Kapital im untersuchten Zeitraum konnte festgestellt werden, daß die jeweilige Wirtschaftslage einen wichtigen Einfluß auf die Zusammensetzung der in den Unternehmungen gebundenen eigenen und fremden Mitteln hat.

So nahm in den ersten Bilanzen nach der Umstellung das Eigenkapital eine beherrschende Stellung ein, weil die fremden Mittel im Verlauf der Geldentwertung zur Bedeutungslosigkeit herabsanken. Der Bedarf der Unternehmungen an für die Betriebstätigkeit notwendigen flüssigen Mitteln veranlaßte die Betriebe zur Aufnahme von Fremdkapital, das der Verfassung der Geld- und Kapitalmärkte gemäß, vorwiegend kurzfristig genommen werden mußte. In den Jahren der durch das Einströmen von Auslandsgeldern unterstützten erhöhten Geschäftstätigkeit wächst das Gesamtkapital der Unternehmungen. Die eigenen Mittel steigen aber langsamer an als die fremden; deshalb ist in dieser Periode (1926—1928) ein relatives Sinken der Eigenkapitalziffer festzustellen.

---

[1]) vergl. das Literaturverzeichnis.

In den Jahren der Krise ist im Durchschnitt aller Unternehmungen ein leichtes Absinken der absoluten Eigenkapitalgröße feststellbar; in weit erheblicherem Maße geht aber das Fremdkapital zurück, sodaß das Ergebnis ein Ansteigen der relativen Eigenkapitalzahlen ist. Im Verhältnis der beiden Fremdkapitalarten zueinander ist ein erhebliches Ueberwiegen der kurzfristigen fremden Mittel vorhanden.

In dem Verhältnis von Eigenkapital zu den realen Aktivwerten ist eine deutliche Beeinflussung durch die konjunkturelle Lage zu erkennen. Während mit aufsteigender Wirtschaftsentwicklung das Eigenkapital zur Deckung der aktiven Realwerte nicht ausreichend erscheint, sodaß noch fremde Mittel zu deren Finanzierung herangezogen werden müssen, ergibt sich in der Krise eine Besserung des Verhältnisses; die Kurven der Realwerte bewegen sich in Richtung auf die Eigenkapitallinie, um im Höhepunkt der Krise stark unter diese zu sinken.

Die Begründung für diese Erscheinung liegt in der innerhalb des Wirtschaftsablaufes sich ergebenden verschiedenartigen Wertbewegung der Sachgüter einerseits, der Eigenkapitalgröße andererseits. Hinzu kommt, daß hinter den Bilanzwerten der realen Aktivposten in verschiedenen Zeiten verschiedene Mengen stehen.

Wegen der grundsätzlichen Bedeutung dieser Erscheinung für die ausgewiesenen Bilanzzahlen und deren Auswertung seien die verschiedenen Möglichkeiten der Bewertung und ihr Einfluß auf die Gestaltung der Verhältniszahlen noch einmal kurz zusammenfassend besprochen.

Das ohne Zweifel klarste Bilanzbild würde die Bewertung nach Tageswert unter gleichzeitiger Uebertragung der Vermögenswertänderungen auf ein Unterkonto des Kapitalkontos (Vermögenswertänderungskonto) ergeben. Die Eigenkapitalkonten in Verbindung mit den Vermögenswertänderungen würden dann die jeweilige richtige Eigenkapitalgröße ausweisen, die zu den Realwerten in Beziehung gesetzt eine Verhältniszahl finden läßt, die die tatsächlichen Deckungsverhältnisse offenbart. Bei einer solchen Handhabung, bei der sich Vermögenswerte und Kapital annähernd gleichlaufend verändern, würden sich die außerordentlich starken Schwankungen, wie sie sich bei den untersuchten Bilanzen gezeigt haben, nicht ergeben. Verschiebungen in den Deckungsverhältnissen, die dann doch noch in Erscheinung treten, sind entweder in Aenderungen der mengenmäßigen Zusammensetzung der Sachwerte oder in einer Vergrößerung oder Verringerung des Eigenkapitals durch echte Gewinne oder Verluste zu suchen. Damit würde sowohl für den außenstehenden Bilanzleser als auch für den Betriebsführer eine Klarheit geschaffen, die sowohl vom betriebswirtschaftlichen als auch vom gesamtwirtschaftlichen Standpunkt dringend erwünscht wäre.

Tatsächlich sind aber die Unternehmungen gezwungen, bei der Bewertung die bereits besprochenen gesetzlichen Mußvorschriften zu beachten. Es ergeben sich dadurch die starken Verschiebungen in den Deckungsverhältnissen, wie sie in den Zeichnungen der vorliegenden Arbeit in Erscheinung treten, und die entweder auf einer Verschleierung

der tatsächlichen Lage beruhen, oder aber auf eine ebenfalls durch die gesetzlichen Vorschriften begünstigte schlechte Erfolgsrechnung zurückzuführen sind. Beide Erscheinungen sind zur Klärung der möglichen Abweichungen kurz zu behandeln, wobei mit dem zuletzt genannten Punkte begonnen werden soll.

Spannungen in dem Verhältnis von Sachwerten und Eigenkapital treten immer dann auf, wenn einer der beiden Quotienten eine wesentliche Aenderung seiner bisherigen Größe erfährt, während der andere diese Aenderung nicht, oder nur in unwesentlichem Umfange mitmacht. Dies ist aber beispielsweise der Fall, wenn Werterhöhungen der Sachgüter als Gewinn verrechnet werden und dieser Gewinn ausgeschüttet wird. Die sich bilanzmäßig ergebende Wirkung besteht darin, daß die Realwerte infolge der Preissteigerung mit erhöhten Werten zu Buche stehen, während die Teile der Werterhöhung, die bei jedem Umsatzakt dem Kapital hätten zuwachsen müssen, am Jahresende in Form von Dividenden aus der Unternehmung herausfließen. Eine Steigerung der Kapitalgröße entsprechend der Werterhöhung der Realgüter tritt also nicht ein, das Kapital reicht deshalb zur Deckung der realen Aktivwerte nicht mehr aus.

Das ist in der Regel in Zeiten aufsteigender Konjunktur der Fall, und die starke Diskrepanz zwischen Sachwert- und Eigenkapitalgröße findet darin ihre teilweise Begründung.

Das Umgekehrte tritt ein, wenn das Preisniveau eine sinkende Tendenz zeigt. Die Wertminderungen, die in diesem Falle als Verlust verrechnet zu werden pflegen, verhüten eine Ausschüttung von Gewinnen, die sich bei Tageswertrechnung vielleicht noch ergeben hätten.

Obwohl sich in diesem Falle die Bilanzwerte in Anpassung an das sinkende Preisniveau vermindern, pflegt das Kapital nicht im gleichen Maße zurückzugehen, es sinkt bestenfalls um die Wertänderungen, erhöht sich aber um den echten, jedoch zurückbehaltenen Gewinn. Hinzu kommt noch, daß die Unternehmungen in sogenannten guten Zeiten vielfach stille Reserven legen.

Diese Reserven tragen einen gewinnausgleichenden Charakter insofern, als in Zeiten steigender Preise nicht alle sich rechnungsmäßig ergebenden Gewinne als solche in die V. u. G. Rechnung Eingang finden, sondern ein berechtigtes Mißtrauen der Unternehmer diesen Gewinnen gegenüber verursacht, daß diese nicht voll ausgewiesen, vielmehr durch Unterbewertung wieder zum Verschwinden gebracht werden. Die Folge hiervon ist, daß die Spannung zwischen Vermögenswerten und Eigenkapital in der Konjunktur nicht so groß ist, als sie ohne die Legung stiller Reserven wäre. In der Krise wiederum werden die stillen Reserven die Ursache dafür sein, daß das sichtbare Eigenkapital, solange stille Reserven vorhanden sind, nicht angegriffen wird, sondern zuerst werden diese aufgezehrt. Dieser Vorgang vollzieht sich allein schon aus der Tatsache, daß die sinkenden Preise des Marktes den früher zu niedrig eingesetzten Bilanzwerten immer näher kommen, sodaß sozusagen eine zwangsläufige Auflösung stattfindet. In den ersten Jahren der

Krise pflegt sich das Deckungsverhältnis deshalb dann auch noch nicht sehr stark zu ändern, wenn in den umlaufenden Sachgütern stille Reserven gelegt waren. Weil diese sehr schnell aufgezehrt werden, werden bei sich weiter verschärfender Krise die in den Anlagen ruhenden stillen Reserven herangezogen, z. B. durch Herabsetzung der Abschreibung. Bei von nun ab stark weichenden Bilanzwerten der umlaufenden Realwerte bleibt das ausgewiesene Eigenkapital zunächst noch unverändert, d. h. die Summe der Gesamtrealwerte sinkt jetzt unter die Größe des Eigenkapitals und wird von dieser mehr oder weniger stark überdeckt. Erst wenn alle stillen Reserven aufgebraucht sind, werden erheblichere Verluste ausgewiesen, die das Eigenkapital vermindern. In diesem Augenblick wird aber das starke Absinken der Deckungskurve aufhören, denn jetzt haben die sinkenden Sachwerte und das sich vermindernde Eigenkapital eine gleichgerichtete Bewegungstendenz. Das ist auch ein Grund dafür, daß im Jahre 1932 das Deckungsverhältnis zwischen Eigenkapital und Sachwerten bei den meisten Unternehmungen keine wesentliche Aenderung mehr erfuhr.

Neben der eigentlichen Wertbewegung spielt natürlich die Mengenbewegung eine modifizierende Rolle. Leider geben die Bilanzzahlen hierüber keinen Aufschluß. Immerhin ist man nach den Erfahrungen berechtigt anzunehmen, daß in der Konjunktur hinter den erhöhten Bilanzzahlen der Sachwerte auch größere Mengen stehen. Die zahlenmäßige Ausweitung darf also nicht ausschließlich als ein wertmäßiger Vorgang angesehen werden, sondern es pflegen in solchen Zeiten auch größere Lagermengen zur Durchführung eines vermehrten Umsatzes gehalten zu werden. Hinzu kommt noch, daß die Zeiten aufsteigender Konjunktur gleichzeitig diejenigen sind, in denen Betriebserweiterungen vollzogen werden, sodaß eine Vergrößerung der Bilanzpositionen auch aus diesen Gründen die Folge ist. Umgekehrt kann das Zurückgehen der Bilanzwerte in der Krise neben der wertmäßigen Entwicklung auf einen Lagerabbau zurückgeführt werden. Nur in der ersten Zeit der Absatzstockung tritt eine Stauung des Lagerbestandes ein, die neben den bereits angeführten Gründen zusätzlich dazu beiträgt, daß die Bilanzwerte keine übermäßige Senkung erfahren. In dem Maße aber, wie die Krise fortschreitet, tritt ein Lagerabbau ein, der zusammen mit den angeführten wertmäßigen Vorgängen zu einer Verstärkung des sinkenden Verlaufes der Kurve der Sachwertdeckung beiträgt.

Literatur-Verzeichnis.

Anger: Bilanz und Konjunktur. Diss. Frankfurt am Main 1927.

Beerbohm, Hansheinrich: Die Kapitalversorgung der Industrie über die Börse. Diss. Freiburg 1929.

Berning: Die Herabsetzung des Grundkapitals der Aktiengesellschaften. Bühl 1934.

Blum, Eugen: Die deutschen Kreditmärkte nach der Stabilisierung. in: Betriebs- und finanzwirtschaftliche Forschungen, herausgegeben von F. Schmidt, II. Serie Heft 41, Berlin—Wien 1929.

Böhm-Bawerk: Kapital und Kapitalzins. II. Bd. Positive Theorie des Kapitals. Jena 1914.

Cassel, Gustav: Theoretische Sozialökonomie. Leipzig 1927.

Dehn, Gisela von: Reichsbank, Börse und Kapitalmarkt. Diss. Hamburg 1932.

Fischer, Irving: Die Kaufkraft des Geldes. Berlin 1916.

Fresemann, Emil Josef: Untersuchungen über die Kapitalneubildung in Deutschland seit der Stabilisierung der Währung. Diss. Rostock 1929.

Gauterin: Die Bilanzen der deutschen Wollindustrie im Konjunkturverlauf 1895—1927. Diss. Frankfurt a. M. 1931.

Geldmacher: Kapitalbewertung und Kapitalerhaltung. in: Kapital und Kapitalismus, 2. Bd. Herausgeber B. Harms, Berlin 1931.

Gerstner: Bilanzanalyse. Berlin und Leipzig 1925.

— „ —: Bilanz-Schlüssel. Berlin und Leipzig 1928.

Großmann: Die Kampfstellung des eigenen und fremden Kapitals in der Unternehmung. in: Zur Entwicklung der Betriebswirtschaftslehre. Berlin—Wien—Leipzig 1925.

Gürtler: Schweizerische Bilanzen unter dem Einfluß von Konjunktur und Scheingewinn. Berlin—Wien 1925.

Harren, Kurt: Kredit und Kapitalbildung. Diss. Köln 1932.

Heizmann, Willi: Der Einfluß der Geldentwertung auf die Kurse der deutschen Industrieaktien. Dissertation Freiburg 1924.

Henzel: Die Bilanzen als Grundlage des Betriebsvergleichs. in: Die Bilanzen der Unternehmungen, Herausgeber Karl Meithner. Wien 1933.

Herzog: Industrielle Finanzierungen. Stuttgart 1923.

Hoffmann: Wirtschaftslehre der kaufmännischen Unternehmung. Leipzig 1932.

Horn, Heinrich: Tendenzen zur Aussonderung von Vermögenswertänderungen in Betriebswirtschaftslehre, Wirtschaftspraxis und Steuerrecht. Berlin—Wien 1931.

Kalveram: Buchhaltung. in: Die Handelshochschule. Bd. 1 Kap. II. Berlin—Wien 1927.

— „ —: Der Kapitalbegriff der Betriebswirtschaftslehre. in: Bankwissenschaft Berlin 1932/33.

Kalveram: Finanzierung. in: Die Handelshochschule. Bd. 1 Kap. VIII. Berlin—Wien 1927.

— „ —: Finanzierung der Unternehmung. in: Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis. Heft 4. 1924.

— „ —: Organisches Bankwesen. Sonderdruck der Bankwissenschaft. Berlin 1933.

Karger, Fritz: Emission von Aktien und Anleihen. Berlin 1928.
Kehrein, P.: Konjunktur-Einflüsse in der Großeisenindustrie. Dissertation Frankfurt am Main 1930.
Konjunkturstatistisches Handbuch. 1933.
Krämer: Konjunktur und Bilanz in der deutschen Schaumweinindustrie (1900—1920). Dissertation Frankfurt am Main 1928.
Le Coutre: Praxis der Bilanzkritik. Berlin—Wien 1926.
Leitner: Finanzierung der Unternehmung. Leipzig 1927.
— „ —: Wirtschaftslehre der Unternehmung. Berlin und Leipzig 1926.
Lieboner: Wertgleichheit und Konjunktur nach Vorkriegsbilanzen. Diss. Frankfurt a. M. 1926.
Liefmann: Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften. Jena 1931.
Lüttke, H.: Kapitalbeschaffung der Unternehmung. Quellen, Wege und Aussichten. Berlin 1925.
Mahlberg, Walter: Kapitalleitung und Arbeitslosigkeit. Reichskuratorium für Wirtschaftlichkeit (RKW)-Vortrag. Leipzig 1931.
Mahlberg, Walter: Kapitalleitung und Betriebswirtschaftslehre. in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschungen 1930.
Mannheimer: Die Sanierung. Berlin 1924.
Meibes: Die Entwicklung der deutschen Automobilindustrie. Dissertation Halle 1926.
Mellerowicz: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre der Unternehmung. Berlin und Leipzig 1929.
Muhs: Begriff und Funktion des Kapitals. Jena 1919.
Nicklisch: Das Eigentum am Wert. in: Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis. 1922/23.
— „ —: Die Betriebswirtschaft. Stuttgart 1932.
— „ —: Wirtschaftliche Betriebslehre. Stuttgart 1922.
Osbahr: Die Bilanz vom Standpunkt der Unternehmung. Berlin und Leipzig 1923.
Ott: Die Sicherungsübereignung, ihre wirtschaftliche Bedeutung und ihre buch- und bilanztechnische Behandlung. Diss. Frankfurt a. M. 1935.
Polak: Grundzüge der Finanzierung mit Rücksicht auf die Kreditdauer. Berlin—Wien 1926.
Prion, W.: Der deutsche Geld- und Kapitalmarkt seit der Stabilisierung. in: Strukturwandlungen der deutschen Volkswirtschaft, herausgegeben von Bernhard Harms, 2. Bd. Berlin 1928.
— „ —: Die Finanzierung und Bilanz wirtschaftlicher Betriebe unter dem Einfluß der Geldentwertung. Berlin 1921.
— „ —: Finanzieller Aufbau der Unternehmungen und Preisgestaltung. RKW-Veröffentlichung 80. Leipzig 1932.
— „ —: Kapital und Betrieb. Leipzig 1929.
— „ —: Zur Lehre vom Kredit. in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1924.
Rieger, Wilhelm: Einführung in die Privatwirtschaftslehre. Nürnberg 1928.
Sandig, Curt: Das Problem des Fremdkapitals. Stuttgart 1930.
Schacher: Die Kapitalbeschaffung der Aktiengesellschaften. Frankenstein in Schlesien 1926.
Schär: Allgemeine Handelsbetriebslehre. Leipzig 1921.
Schiff: Kapitalbildung und Kapitalaufzehrung im Konjunkturverlauf. Wien 1933.
Schmalenbach, E.: Dynamische Bilanz. Leipzig 1926.
— „ —: Kapital, Kredit und Zins in betriebswirtschaftlicher Beleuchtung. Leipzig 1933.

Schmidt, F.: Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre. Spaeth u. Linde, Berlin—Wien 1933.
— „ —: Bilanzwert, Bilanzgewinn und Bilanzumwertung. Berlin 1924.
— „ —: Die Faktoren des industriellen Kapitalbedarfs. in: Kapital und Kapitalismus, Herausgeber B. Harms. Berlin 1931.
— „ —: Die Industriekonjunktur — ein Rechenfehler! Berlin—Wien 1927.
— „ —: Die Unternehmung im Rahmen der Wirtschaft. in: Grundriß der Betriebswirtschaftslehre. Bd. 2. 1926.
Schmidt, F.: Die organische Tageswertbilanz. Leipzig 1929.
— „ —: Unternehmungswert und Kapitalbemessung in der Goldmarkbilanz. in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft. 1924.
Schmidt, H. F. Werner: Die Kapitalfehlleitung in der Unternehmung. Bühl 1935.
Schulte, Ernst: Kapitalbeschaffung der Banken für Aktiengesellschaften. Dissertation Köln 1929.
Schumpeter: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. München und Leipzig 1926.
Seidel, Karl: Das fremde Kapital im Unternehmen. in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft. 1. Jahrgang. Berlin 1924.
Sombart, Werner: Der moderne Kapitalismus. III. Band. (1. u. 2. Halbband). München und Leipzig 1927.
Wagemann, Ernst: Kurven und Zahlen zur Wirtschaftslage in Deutschland. (Institut für Konjunkturforschung). Berlin 1932.
Walb: Kapitalverbrauch und Kapitalfehlleitung. in: Kapital und Kapitalismus, Herausgeber B. Harms. Bd. 2. Berlin.
Welter, Erich: Die Ursachen des Kapitalmangels in Deutschland. Tübingen 1931.
Wieg, Johannes: Kritik der Finanzierungstechnik der Industrie. (Teildruck). Dissertation Berlin 1926.
Wolff-Birkenbihl: Die Praxis der Finanzierung. Berlin 1922.
Zentner, Gustav: Das Liquiditätsproblem in der industriellen Unternehmung. Berlin—Wien 1932.

Zeitschriften, Geschäftsberichte und sonstige Veröffentlichungen:

Bankwissenschaft, Halbmonatsschrift für Bank-, Börsen- und Finanzierungsfragen. Herausgeber: Kalveram und Mellerowicz.
Die Wirtschaftskurve.
Technik und Wirtschaft, Zeitschrift für Wirtschaftskultur.
Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches.
Wirtschaft und Statistik. Herausgegeben vom Statistischen Reichsamt.
Zeitschrift für Betriebswirtschaft.
Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschungen.
Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis.
Geschäftsberichte und Bilanzen 1924—1933 der
Ilseder Hütte, Peine.
Philipp Holzmann A. G.
Maschinenfabrik Buckau R. Wolf A. G.
Chemische Werke vorm. H. u. E. Albert.
Kammgarnspinnerei Düsseldorf.
Stader Lederfabrik.
Heidenauer Papierfabrik.

Lebenslauf.

Als Sohn des jetzigen Medizinalrates Dr. Traugott Pilf, Kreisarzt i. R., Wiesbaden, wurde ich am 19. März 1903 in Alsleben an der Saale als Deutscher geboren. Nach dem Besuch der Vorschule und des humanistischen Gymnasiums zu Wiesbaden wandte ich mich dem kaufmännischen Berufe zu. Ich war über 4 Jahre lang in Bank, Handel und Industrie tätig. Im Jahre 1929 bezog ich die Universität Frankfurt am Main, um mich dem Studium der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften zu widmen. Ich bestand die Fachvorprüfung, die Sonderreifeprüfung und am 26. April 1935 die kaufmännische Diplomprüfung.

Im Mai 1936 reichte ich die vorliegende Arbeit ein und legte am 23. Juni 1936 die mündliche Doktorprüfung ab.

Sigurd Wolfhart Pilf.